

INTERNATIONAL
Bestseller

CHARLES R. MORRIS

Criza

economică și profetii ei

Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker



Săptămâna Financiară

CHARLES R. MORRIS

Criza

economică și profetii ei

Warren Buffett, George Soros, Paul Volcker



LITERA®

ler,

TM,

010

Cuprins

Introducere	7
SOROS	11
BUFFETT	47
VOLCKER	91
BABILONIA PIETELOR FINANCIARE	123
Mulțumiri	135
Index	136



Introducere



AMERICA ȘI RESTUL LUMII AU CĂZUT PRADĂ celei mai profunde și lungi recesiuni din istoria postbelică. Acest lucru este în sine un bun motiv pentru a reflecta asupra carierelor lui Warren Buffett, George Soros și Paul Volcker. Buffett și Soros se numără printre cei mai de succes investitori ai tuturor timpurilor, reușind să obțină profit în vremuri bune sau rele deopotrivă. Volcker este un om al reglementărilor, unul dintre cei mai importanți funcționari publici americani, a cărui întreagă carieră a fost marcată de crize. Și toți trei au prevăzut această criză cu mult timp în urmă.

Acest ultim aspect merită discutat. Revista *Wall Street Journal* a prezentat o ierarhie a experților americani în prognoză economică, clasificându-i în funcție de acuratețea prognozelor pentru 2008, pe baza a două elemente-cheie: creșterea reală a P.I.B.-ului în trimestrul al patrulea al anului 2008 față de aceeași perioadă a anului 2007 și rata șomajului la sfârșitul lui 2008. Clasificarea a cuprins 51 de economiști. Modificarea reală a P.I.B.-ului între cele două perioade luate în calcul a fost de -0,8%. Doar Jan Hatzius, de la firma Goldman Sachs, care avansase valoarea de -0,4% – ceea ce, dată fiind marja de eroare, se consideră exact – a prezis corect semnul schimbării. Toți ceilalți oferiseră prognosticuri pozitive privind creșterea reală, cu o estimare medie de 2%, iar cea mai optimistă de un nechibzuit 5%. În privința ratei șomajului, toți experții au prognosticat un rezultat mai bun decât valoarea reală de 6,9%. Dintre toate estimările, cea care s-a apropiat cel mai mult de valoarea reală a fost 6,2%, în timp ce estimarea medie atinge un confortabil 5,2%, iar cea mai optimistă, 4,3%.

Astfel, dintre cele 102 prognosticuri separate, făcute atât pentru rata șomajului, cât și pentru P.I.B., 101 s-au înșelat în aceeași direcție. De remarcă că previziunile au fost făcute spre sfârșitul lui 2007 sau începutul lui 2008, când prăbușirea creditelor era deja amplu descrisă în presă, de luni întregi, iar guvernul adopta măsuri extraordinare pentru a-i atenua efectele. Iar aceste previziuni nu erau făcute la întâmplare. Fiecare economist reprezenta o bancă de renume sau un important institut de prognoză economică, a căror competiție pentru clienți depindea și de calitatea studiilor efectuate și de acuratețea prognozelor, și toate au investit masiv în modele de prognoză și baze de date economice.

Dar, per ansamblu, ei nu au înțeles ce se întâmpla, nici n-au avut idee despre efectele globale ale fenomenului.

Însă acești trei seniori – Volcker are optzeci și unu de ani; Buffett și Soros au ambii șaptezeci și opt – au înțeles ce se întâmpla și au vorbit deschis despre asta. Soros a început să ne avertizeze în legătură cu formarea unei „superbule” încă de la sfârșitul anilor 1990. Doar câțiva ani mai târziu, Buffett trăgea un semnal de alarmă în privința exceselor ingineriei financiare. Îngrijorările lui Volcker datau de mult timp, dar nu le-a făcut publice atâta vreme cât la conducerea Rezervei Federale încă se afla Alan Greenspan, succesorul său în funcție.

La o primă vedere, aceștia sunt oameni foarte diferiți. Stilurile de investiții ale lui Buffett și Soros sunt aproape diametral opuse. Buffett este prototipul căutătorului de valori superanalitic. Efectuează cercetări în profunzime, face achiziții relativ rar și de regulă își menține investițiile timp de mai mulți ani. Soros este tipul prădătorului global, cu o sensibilitate felină la vibrațiile ce trădează discordanțe în fluxul economic. Investește și dezinvestește des și pe toate piețele – mărfuri, valute, acțiuni, obligațiuni, orice îi oferă o oportunitate.

Volcker nu a fost niciodată un investitor de profesie, dar principalul său merit constă în realizările macroeconomice remarcabile din ultimii treizeci de ani – distrugerea monstrului inflației care sufoca economia americană la sfârșitul anilor 1970. Creșterea economică stabilă la nivel global din anii 1980 și 1990 s-a bazat pe victoria lui Volcker împotriva inflației.

Dar ceea ce aveau în comun a fost mai important decât diferențele vizibile. Toți trei sunt modele a ceea ce românii numeau „virtute” – fermitate, consecvență și respectarea principiilor. J.P. Morgan numea asta „caracter”. Consecvența bazată pe principii nu înseamnă o acceptare oarbă a dogmei, ci implică, mai degrabă, analiză, judecată și simțul realității. Pentru Buffett și Soros, ea se reflectă într-o abordare disciplinată față de investiții, în disponibilitatea de a-și recunoaște greșelile și imunitatea la entuziasme febrile. La Volcker, ea se regăsește în integritatea de piatră care l-a transformat în omul de bază la care apelează autoritățile atunci când au nevoie de o perspectivă hotărâtă asupra unui posibil scandal.

Atât în cazul lui Buffett, cât și în cel al lui Volcker, prestigiul lor este atât de mare încât simpla lor prezență alături de Barack Obama, la acea dată președinte ales, când acesta și-a prezentat planul de salvare a economiei, a făcut ca o întreagă lume, ajunsă la capătul puterilor, să răsuflă ușurată. Soros a fost și el unul dintre primii săi susținători și consilier din culise.

Pe parcursul carierelor lor active, toți trei au văzut SUA instaurată de două ori ca superputere mondială și tot de două ori prăbușindu-se de pe pedestal în mijlocul unei extinderi internaționale exagerate și a unui management economic greșit.

Marea inflație din 1965–1980 a pus capăt unei epoci în care America domina aproape complet lumea de după cel de-Al Doilea Război Mondial. Pentru prima dată din secolul al XIX-lea, America a devenit o națiune cu datorii, confruntată cu o presiune concurențială acută din partea unei Japonii și Germanii revitalizezate.

Triumful lui Volcker împotriva inflației a relansat America într-o poziție asemănătoare vechii sale dominații, în vârful unui val de transformări cu spectru larg în afaceri și tehnologie de comunicare, până la implozia marii bule a activelor din 1995–2005. Transferurile masive de bogăție către China, India și statele petroliere în dezvoltare, din cursul anilor în care s-a format bula, au aruncat țara în cea mai adâncă prăpastie a datoriilor cunoscută vreodată.

Este interesant de remarcat că fiecare criză s-a instalat după o decadă de înțelegere aproape unanimă între profesioniști în legătură cu regulile politice de gestionare a economiei naționale. „Consensul keynesian”^{*} a constituit doctrina irefutabilă în perioada care a precedat marea inflație, după cum marea bulă a activelor s-a hrănit din teoriile „Noilor Clasici”, promovate de școala din Chicago.

Experiența acestor răsturnări dramatice – și, în cazul lui Buffett și al lui Soros, profitul considerabil obținut de pe urma lor – a întărit scepticismul celor trei în legătură cu soluțiile și certitudinile academice. Ei respectă piețele, dar știu că piețele pot avea nevoie de mult timp pentru a se echilibra. Oricât de diferite ar părea stilurile investiționale ale lui Buffett și Soros, ipoteza lor comună este aceea că piețele greșesc frecvent. Buffett achiziționează sau investește în companii valoroase și manifestă prea puțin interes față de fluctuațiile acțiunilor la bursă. Soros găsește intuitiv bule în devenire și intră în joc, având încredere că va reuși să iasă înainte ca aceste bule să se spargă. Volcker, desigur, și-a petrecut o mare parte din viață ocupându-se de consecințele apărute după un eșec al piețelor – prăbușirea etalonului aur, inflație scăpată de sub control, conflictul petrodolarului, criza caselor de economii și consemnațiuni, iar în prezent, în calitate de consilier al lui Obama, implozia marii bule a activelor.

Mai exact, ei înțeleg că piețele financiare se raportează la „Piața” idealizată din teorii, tot așa cum umbrele din peștera lui Platon se raportează la realitate. Piețele financiare sunt dominate de oameni care investesc banii altor oameni, adesea într-un context în care un comportament distructiv dă naștere unor averi fabuloase.

Gândiți-vă la ironiile actualului ciclu economic. Un grup de experți financiari, sub conducerea lui Alan Greenspan, convingi de corectitudinea universală a rezultatelor pieței, a consfințit practic o retragere a supravegherii financiare

^{*} Keynes, John Maynard (1883–1946) a fost un economist britanic, celebru pentru pledoaria sa în favoarea intervenției statului, prin măsuri politico-fiscale și monetare, pentru a slăbi efectele provocate de recesiuni și boom-uri. (n. red.)

regulatoare. Azi, la mai puțin de zece ani distanță, întregul sector bancar e pe cale să fie naționalizat, împreună cu companii de asigurări, constructori auto și posibil multe altele. Directorii executivi ai marilor companii merg în pelerinaj la Washington pentru a cerși bani și favoruri. Puterea economică a guvernului sporește constant, chiar și în condițiile în care datoriile cresc în spirală, iar dolarul tremură pe marginea prăpastiei.

Pentru cei care cred sincer în ideologia pieței libere, aceasta este cea mai rea dintre lumile posibile – și ei înșiși sunt cei care au creat-o. Greenspan aproape că a plâns la audierea în fața Congresului, când a admis că nu și-ar fi imaginat vreodată că profesioniștii pieței ar putea greși atât de nechibzuit. Și, după cum reiese din tabelele de prognoză din *Wall Street Journal*, există economiști din principalul curent de gândire care, nu mai recent de anul trecut, încă nu înțelegeau ce se întâmplă.

Această istorie recentă oferă cel mai bun motiv pentru a-i studia pe Buffett, Soros și Volcker. Episodul marii inflații din anii 1970 a scos la lumină slăbiciunile născute dintr-o prea strânsă îmbrățișare a keynesianismului. Actuala criză este o lecție dureroasă privind riscurile legate de respectarea orbească a unui dogmatism de piață. Lumea reală a piețelor și guvernelor este una în care oameni supuși greșelilor acționează în baza unor tendințe vag percepute – sau, după cum spune Soros, într-o stare de „incertitudine radicală” – și eșuează adesea catastrofal. Carierele acestor trei oameni sunt poveștile unor succese repurtate în condiții de incertitudine.

Cartea cuprinde trei eseuri biografice extinse, câte unul pentru fiecare dintre protagoniști, plus un eseu conclusiv ce reunește istoriile și teoriile lor din perspectiva actualei crize. Aceste eseuri biografice nu pretind a fi biografii complete; sunt oferite mai mult drept descrieri sumare ale carierelor acestor „profeți”, în calitatea lor de jucători pe piață și factori de influență, oferind și suficiente informații personale pentru a identifica predispozițiile care au dus la aceste roluri.

Am avut ocazia de a-i cunoaște pe Soros și Volcker în cursul unor proiecte editoriale anterioare, iar cei doi au cooperat fără rețineri și la acesta. Pe Buffett l-am surprins într-o perioadă în care și-a impus o pauză temporară de interviuri, dar există cantități mari de materiale – scrise atât de el, cât și despre el – ceea ce s-a dovedit a fi mai mult decât suficient pentru scopurile mele. Ceea ce mi-a plăcut cel mai mult în această perioadă prelungită în care i-am studiat pe cei trei Profeți și m-am cufundat în poveștile lor a fost confirmarea pe care am primit-o că, și în prezent, chiar într-o epocă dominată de un dogmatism la fel de rigid ca cel al Spaniei medievale, bunul-simț, judecata corectă, experiența matură și atitudinea umilă în fața a ceea ce nu cunoaștem rămân o cale sigură spre atingerăa unui mare succes.

SOROS

GEORGE SOROS ESTE, ORICUM L-AM PRIVI, unul dintre cei mai de succes investitori din lume. Timp de treizeci de ani, din 1969 până în 2000, când s-a retras din gestionarea activă a fondurilor, fondul de investiții al lui Soros, *Quantum Fund*, le-a adus investitorilor un randament mediu de 31% pe an. O investiție de 10 000 de dolari în fondul lui Soros, făcută în 1969, ar fi rezultat în fabuloasa sumă de 43 de milioane de dolari până în 2000, ceea ce reprezintă un câștig foarte bun pentru trei decade, după toate standardele.

Soros face parte din acea diasporă de evrei maghiari străluciți, care a îmbogățit Occidentul după instaurarea nazismului și a comunismului sovietic. Grupul său îl include și pe marele matematician și pionier în informatică John von Neumann; pe savanții în cercetări atomice Edward Teller și Leo Szilard; personalități culturale precum romancierul Arthur Koestler (*Întuneric la amiază*) și regizorul de film Michael Curtiz (*Casablanca*); și pe mai tânărul contemporan al lui Soros, Andrew Grove, fost CEO la Intel.

Născut la Budapesta în 1930, Soros a crescut într-o familie de oameni cultivați, dar nu înstăriți. Tatăl său, Tivadar, a fost un avocat care, în timp ce servea ca ofițer austro-ungar în Primul Război Mondial, a fost luat prizonier de ruși și a suferit o lungă detenție într-un lagăr de prizonieri, până când a reușit să pună la cale o evadare în grup, urmată de fuga înapoi în Ungaria, pe căi ocolite. Deși era lipsit de ambiție și avea o fire manipulatorie, Tivadar îi trezise o puternică admirație tânărului George. Într-adevăr, e posibil ca talentul său pentru mașinații să se fi dovedit ideal pentru a supraviețui ocupației naziste. Aproximativ 400 000 de evrei au fost „deportați” din Ungaria de către naziști, dar Tivadar a reușit să asigure supraviețuirea familiei sale – soția, Elizabeth, și cei doi fii, George și Paul – pe tot parcursul războiului, pe calea mitei, a falselor identități și a numeroaselor ascunzători. Pentru George, băiatul de paisprezece ani, experiența a fost una palpitantă – ca în filmul *Indiana Jones și căutătorii arcei pierdute*, după cum și-a amintit mai târziu. E de înțeles că experiența sa din tinerețe, când și-a asumat riscuri în fața unei amenințări de amploarea celei naziste, a contribuit la sângele rece de care dădea dovadă în tranzacțiile financiare și pentru care era renumit.¹

În intervalul agitat dintre retragerea naziștilor și preluarea Ungariei de către forțele sovietice, George, în vârstă de șaptesprezece ani, a hotărât să-și încerce norocul la Londra. Tatăl său i-a plătit drumul, iar el primise o mică sumă în plus de la o rudă. Și-a câștigat existența cu slujbe mărunte – îngrijitor de piscine, chelner, zugrav, chiar muncitor la ferme –, citind între timp cu lăcomie și așteptând să fie admis la London School of Economics. Interesul său pentru lectură i-a îndreptat pașii către filozofie, iar prin 1951 a descoperit și a fost profund impresionat de lucrarea lui Karl Popper, *Societatea deschisă și dușmanii ei*. Ulterior, Soros s-a împrietenit cu Popper și, începând din acel moment, l-a privit pe acesta drept piatra de temelie a filozofiei sale.

Popper a fost în primul rând un filozof al științei, analizând probleme precum sensul și corectitudinea afirmațiilor din fizică. Cartea sa, *Societatea deschisă*, publicată în 1945, era o critică virulentă la adresa metodelor științelor sociale, atacând în special felul în care științele sociale fuseseră înrolate în serviciul totalitarismului. Pentru Popper, *les bêtes noires* erau Platon, Hegel și Marx, deoarece toți concepuseră, într-o formă sau alta, un progres istoric implacabil spre (sau, în cazul lui Platon, înapoi la) o societate ideală. Popper considera că astfel de concepte nu erau doar absurde, ci înăbușeau și libera cercetare și încurajau tirania. Soluția propusă de el era celebra necesitate de falsificare pentru demonstrarea semnificativității. Deoarece afirmațiile cu spectru larg din filozofie, religie și politică nu puteau fi infirmate, de regulă, el concluziona că erau lipsite de un conținut semnificativ.

Popper considera că, deși exista un „adevăr” obiectiv, cunoștințele oamenilor rămăneau în permanență provizorii. Indiferent cât ar fi fost de util sau de rezistent în timp, orice concept falsificabil rămânea la mila unui nou experiment critic. Cea mai ambițioasă speranță a oamenilor putea fi de a înregistra progrese la nivelul cunoașterii, printr-o aplicare conștientă și critică a metodei științifice, obținând aproximări ale adevărului într-o permanentă revizie.²

În mod surprinzător, în ciuda interesului pentru filozofie, a inteligenței și vastelor sale lecturi, Soros a fost doar un student mediocru și, după cum spunea chiar el, slab la matematică. Deși sperase să devină profesor de filozofie, notele lui erau prea mici pentru a-i asigura un post de asistent cu bursă. După absolvire, Soros s-a lansat, în sfârșit, ca stagiar la o bancă de investiții din Londra, în 1953, și a devenit *arbitrage trader* – exploatând discordanțele temporale între prețurile titlurilor de valoare similare. În 1956, frustrat de lipsa de perspectivă a firmelor din centrul de afaceri londonez, a emigrat la New York.

Momentul a fost ales perfect. Europa se afla în plin proces de revenire, proiectul Pieței Comune, cu cei șase membri inițiali, se transforma din vis în realitate, iar companiile mari, în special cele din Germania, recuperau rapid terenul comercial pierdut în timpul războiului. Deși abia trecut de 25 de ani, Soros era un cosmopolit înnăscut, poliglot, și cu o înțelegere mult mai bună a

oportunităților investiționale din Europa decât marea majoritate a brokerilor americani. Până în 1967 devenise deja director de cercetare la o firmă importantă, cu un registru bogat de tranzacții internaționale și era tot mai interesat să administreze portofolii. Firma l-a încurajat și, după o probă cu un portofoliu model, a creat Eagle Fund, un fond mutual, cu un capital inițial de 3 milioane de dolari. Acesta a avut mare succes și, în 1969, firma a creat fondul Double Eagle Fund, cu un capital de 4 milioane de dolari. Acesta era un fond speculativ, având doar câteva dintre restricțiile care îi limitau pe administratorii fondurilor mutuale, și astfel Soros s-a lansat pe drumul său.

În pofida promițătoarei sale cariere financiare, Soros nu a renunțat niciodată la visul său de a avea succes ca filozof. După cum s-a dovedit ulterior, în următorul sfert de secol, finanțele și economia aveau să fie dominate de ideologii de reglementare care îi apăreau lui Soros ca fiind foarte asemănătoare cu paradigmele politice pe care Popper le atacase în cartea sa, *Societatea deschisă*. Cum scepticismul său natural fusese ascuțit de schema de gândire adoptată de la Popper, Soros a pus la punct o strategie investițională similară cu atitudinea unui ateu care îi înșală cu sânge rece pe nativii dintr-o țară de bigoți.

Schimbătoarele religii ale economiei

Administrația Kennedy a marcat prima ascensiune pe scară largă a economiștilor teoreticieni la un nivel de influență dominantă în stabilirea politicii economice. (Influența importantă a lui John Maynard Keynes în stabilirea aranjamentelor monetare postbelice a fost, oarecum, un caz special.) Cel puțin șase economiști de prestigiu, toți „neokeynesieni”, patru dintre ei de la Harvard, au ocupat poziții de vârf în discuțiile politice ale lui Kennedy.* Promisiunea esențială din campanie a fost aceea de „a pune din nou țara în mișcare” sau de a accelera dezvoltarea economică. Propria înțelegere a lui Kennedy asupra economiei era limitată, de aceea se baza pe economiști pentru a duce la îndeplinire promisiunea.

Experimentul părea să fie un succes uimitor. Revista *Time* l-a ales pe Kennedy pentru coperta numărului special „Omul Anului”, ediția 1965, iar articolul de fond aclama „noua economie”. Economiștii lui Kennedy, se scria, „au aplicat cu îndemănare ideile lui Keynes – împreună cu alte câteva concepte personale –

* Cei mai influenți au fost următorii: Walter Heller de la Universitatea din Minnesota, James Tobin de la Yale și Kermit Gordon de la Harvard, care au intrat cu toții în componența Comisiei de Consilieri Economici (Heller a fost președintele comisiei); ceilalți trei proveneau și ei de la Harvard: David Bell, director de buget; Seymour Harris, consilier special al Trezoreriei; John Kenneth Galbraith, ambasadur în India și un mare încurcă-lume.

pentru a ridica națiunea în cel de-al cincilea și cel mai bun an consecutiv din cea mai considerabilă, extinsă și larg distribuită prosperitate din istorie³. Era o iluzie, desigur, după cum a dovedit-o dezintegrarea precipitată a consensului neokeynesian în timpul dezastrului inflaționist din anii 1970.

Golul intelectual rămas după prăbușirea keynesianismului a fost umplut imediat de liberalismul monetarist al pieței libere, promovat de Milton Friedman și urmașii săi intelectuali la Universitatea din Chicago. Intervenționismul favorizant al keynesienilor nu făcea decât să interfereze cu tendința naturală a piețelor de a ajunge ele singure la un rezultat optim. Soluția oferită de noul curent era de a reduce sau de a elimina reglementările de control al pieței și impozitele pe capital, de a reduce dimensiunea guvernului și de a limita rolul său financiar la asigurarea unei creșteri monetare stabile, matematice.

Similar situației din 1965, implementarea noii gândiri a coincis cu o puternică relansare economică – revenirea din timpul mandatului lui Reagan, în anii 1980 – pe care monetariștii au interpretat-o drept o confirmare deplină a teoriilor lor. Dar iluziile despre o nouă epocă de aur a piețelor s-au pierdut în criza mondială a creditelor, din anii 2000. Ideologia pieței libere, se pare, a fost doar o acoperire în spatele căreia averi uriașe au fost strânse de o nouă clasă avară, de intriganți financiari ce orchestrează scheme Ponzi în imobiliare și alte datorii cu risc mare. Daunele produse instituțiilor și activelor nu vor fi reparate decât peste ani de zile.

În fond, diferența dintre neokeynesieni și monetariști este mică. Ambele teorii sunt construite în jurul unor modele ale economiei ce pun accent pe matematică și pe ipoteza că starea naturală a unei economii de piață este de a fi în echilibru. În cadrul studiilor postuniversitare, economiștii, indiferent de orientarea ideologică a departamentului lor, dedică mult timp pentru a demonstra existența și unicitatea unor echilibre specifice. (Accentul pus de neokeynesieni pe modelele matematice a fost un pas important prin care s-au îndepărtat de importanța atribuită de însuși Keynes factorilor non-cuantificabili precum „spiritul animal” al investitorilor.)

Neokeynesienii erau mai dispuși decât monetariștii să accepte că în economia reală există elemente rigide – de la privilegii, sindicalizare, combinații ilegale – care adesea împiedică realizarea unui echilibru foarte eficient. Anii lungi și epuizanți ai Marii Crize au fost un exemplu grăitor de economie blocată mult sub potențialul său real. Dar ei considerau că pot să forțeze cu succes economia pentru a o aduce într-o stare mai dezirabilă, printr-o măsură bine gândită, sub forma unei reduceri a taxelor sau creșterii a cheltuielilor. După cum s-a exprimat Walter Heller, posibil unul dintre cei mai influenți membri ai echipei economice din jurul lui Kennedy, managementul economic devenise o știință a „flexibilității și acordurilor fine”⁴.

Monetarismul era de fapt o teorie de guvernare, deghizată frumos într-o teorie a banilor.*

Cercetările lui Friedman privind istoria economiei l-au convins că inflația era, „întotdeauna și oriunde, un fenomen monetar” – dacă volumul de bani crește mai rapid decât activitatea economică reală, prețurile vor crește și ele. Mai mult, el era convins că fiecare economie are o rată naturală a ocupării forței de muncă, definită de tehnologia sa și de calificarea forței de muncă. Încercările de a stimula pe cale fiscală creșterea ratei de ocupare peste această limită aveau invariabil efecte inflaționiste.

Monetariștii susțineau că volumul de bani era produsul dintre stocul de bani – doar suma monedelor și bancnotelor disponibile pentru consum, conturi curente etc. – înmulțit cu rata sa de rulare, sau viteza sa. Cercetările istorice ale lui Friedman arătau că viteza este foarte stabilă, astfel încât politica guvernului nu trebuia să se ocupe decât de stocul de bani. Dacă banca centrală americană, Rezerva Federală, creștea stocul de bani în aproximativ același ritm cu cel al creșterii economice, prețurile ar fi rămas, în linii mari, constante. Mai important decât orice, dată fiind antipatia lui Friedman față de guvernarea activistă, o reglementare rigidă a managementului monetar ar fi permis, în teorie, ca Rezerva Federală să fie înlocuită de un computer. (Friedman se opunea aproape tuturor formelor de reglementare guvernamentală, inclusiv reglementărilor de siguranță pentru produsele farmaceutice.)

Atât teoria keynesiană, cât și cea monetaristă au picat imediat testul lui Popper/Soros privind necesitatea falsificării. Diferențele practice dintre cele două sunt puternic nuanțate, iar datele științelor economice nu sunt, în fond, tot atât de precise ca datele științelor reale. Dacă cineva ar încerca să deslușească adevăratele efecte ale unor politici specifice, drumul ales s-ar pierde aproape întotdeauna

* Notă privind nomenclatura: amestecul de teorii, dintre care majoritatea își aveau originea la Universitatea din Chicago, și care presupuneau, în general, că prețurile de pe piață sunt aproape întotdeauna cel mai exact indicator al valorilor reale, include acum, pe lângă „monetarism”, și variante precum „teoria așteptărilor raționale”, „ipoteza piețelor eficiente” (EMH), teoria „ciclului economic real” (RBC) și altele, reunite sub numele colectiv de „teorii neoclasice”. „Neokeynesianismul” reprezintă versiunea accentuat matematică a keynesianismului care a făcut legea în anii 1950 și 1960. „Noii keynesieni” sunt economiști contemporani, precum Paul Krugman, care au încercat să corecteze deficiențele neokeynesianismului și să încorporeze o parte din descoperirile „neoclasice”. Când scriu despre perioada dintre anii 1960 și până în 1990, mă voi referi la cele două tabere numindu-le „neokeynesieni” și „monetariști”, după cum erau cunoscuți, în general, la acea vreme. Cu referire la perioada contemporană, voi folosi termenii de „noi keynesieni” și „noi clasici”. În sfârșit, voi utiliza numele de „keynesian” și „Școala din Chicago” pentru a opune cele două direcții tradiționale, indiferent de perioada lor.

Într-o ceață de statistici fără sens*. Mai mult, una dintre lecțiile experimentului monetarist a fost un fel de principiu Heisenberg al intervenționismului economic. Odată ce strategii politici își concentrează atenția în materie de reglementări asupra unei anumite variabile, cum ar fi stocul de bani, relația sa de fapt cu toate celelalte variabile se va schimba până la a deveni de nerecunoscut. Aceasta a fost o lecție pe care Paul Volcker a învățat-o pe pielea sa atunci când a încercat să aplice principiile monetariste la începutul anilor 1980.

Experimente la scară reală

Experiența practică a lui Soros ca broker și analist l-a convins de faptul că starea normală a pieței era, de fapt, cea de dezechilibru. Propria sa ipoteză a dezechilibrului, recunoaște Soros, este la fel de contestabilă ca orice altă teorie economică. Însă în calitate de investitor, el consideră această ipoteză mai utilă decât cea a piețelor raționale, deoarece e un indicator mai bun al oportunităților de profit. Două dintre primele sale succese în investiții i-au influențat hotărâtor evoluția gândirii.

Primul dintre ele a fost legat de mișcarea de fuzionare din cea de-a doua parte a anilor 1960. Soros a înțeles că nebunia preluărilor de companii nu făcea altceva decât să exploateze tendința investitorilor de a evalua o companie în funcție de evoluția profitului pe acțiune (EPS). Se începe cu o firmă A de dimensiuni modeste și se orchestrează o achiziție finanțată din împrumuturi a unei firme B, mult mai mare, greoaie și cu venituri stagnante, indicator EPS modest și preț de piață scăzut. Se fuzionează A cu B și se retrage pachetul de acțiuni al firmei B, iar firma combinată A/B care rezultă în urma procesului va avea un grad de îndatorare mult mai mare, dar o bază de acțiuni mult mai mică.

* De exemplu, relansarea economică din timpul lui Kennedy s-a produs într-un moment când comerțul internațional era la apogeu și toate economiile industriale se dezvoltău rapid, majoritatea mai rapid decât cea americană, iar intervenția sa reprezentativă, reducerea impozitelor din 1964, a fost adoptată doar după ce economia își reluasese deja creșterea. Promotorii Școlii din Chicago susțin același lucru în legătură cu reducerile specifice de taxe pentru proprietarii de capital, reduceri care, la fel, nu stau în picioare în fața unei analize profunde. Deși politicile economice ale guvernelor pot fi importante, ele se pierd adesea sub presiunea unor direcții mai vaste. De exemplu, Robert Rubin, secretar al Trezoreriei pe aproape întreaga durată a administrației Clinton, atribuia relansarea puternică de la sfârșitul anilor 1990 unei politici de creștere a taxelor din 1993; dar efectul altor forțe, precum tinerii din generația „baby boom” ajunși la vârsta producției optime, economiile considerabile ale persoanelor de patruzeci și cincizeci de ani, revoluția microprocesorului și a Internetului și uriașele surplusuri din fondurile sociale au eclipsat orice urmă vizibilă a modificării fiscale.

Atâta timp cât veniturile produse de B acoperă și depășesc noile datorii, firma combinată A/B va indica o creștere spectaculoasă a veniturilor per acțiune și a câștigurilor. Apoi, investitorii neavizați determină o creștere a prețului la acțiunile firmei A/B, ceea ce contribuie la finanțarea unor noi achiziții. Jim Ling a fost unul dintre primii investitori care a exploatat această strategie, reușind ca, prin manipulări, să transforme o mărunță firmă de electronice din Dallas într-un gigant incluzând zeci de companii, producând de la oțel la piese pentru avioane, conserve de carne și mingi de golf.

Școlile de afaceri justificau această schemă frauduloasă susținând că firmele fuzionate meritau un preț al acțiunilor mai ridicat deoarece diversitatea activităților lor comerciale avea avantajul de a asigura profituri mai line și mai stabile. Acesta este genul de idee prostească ce subliniază lipsa de legătură dintre școlile de afaceri și afacerile reale. Dacă acționarii își doresc o diversificare a veniturilor, pot, desigur, să-și diversifice rapid și ușor portofoliile de acțiuni de pe piață. De fapt, conglomeratele mari asigură, probabil, prețuri mai scăzute la acțiuni. Sunt dificil de gestionat, conduse adesea de manipulatori financiari și, de regulă, sunt împovărate de datorii exagerat de mari.

Soros a înțeles că jocul fuzionărilor nu avea sens, dar a recunoscut și faptul că era urmat de o mare parte din jucătorii de pe piață. „Eu respect mulțimea”, mi-a spus, nu pentru că ar avea dreptate, ci pentru că „e ca un ocean”⁵. Cu alte cuvinte, chiar și cea mai stupidă idee poate justifica o investiție dacă își găsește un punct de sprijin în imaginația pieței. De aceea, Soros a investit masiv în conglomerate, rămânând pe valul de creștere a acțiunilor până simțea că se apropie de un punct maxim. Atunci își retrăgea sumele câștigate și dezinvestea înainte de scăderea prețurilor, bucurându-se, la coborâre, de un al doilea câștig uriaș.

Când mișcarea de fuzionare își depășise apogeul și începea să se prăbușească, Soros a fost martorul unei alte dezvoltări spectaculoase, sub forma Trusturilor de Investiții în Proprietăți Imobiliare, sau REIT-uri. Un REIT reprezintă un parteneriat cu răspundere limitată care investește în proprietăți imobiliare. Creșterea rapidă a REIT-urilor, ca în cazul celor mai multe dintre bule, a avut o bază reală – printre altele, schimbarea demografică de la vechile centre industriale din nord-est și vest către statele din sudul însoțit al Americii a creat în mod necesar o presiune de a construi și a dezvolta masiv.

Dar Soros a calculat și că structura financiară a REIT-urilor alimenta o tendință spre supraevaluare. El a descris modelul de calcul într-un raport de piață distribuit pe scară largă în 1970. Să luăm un REIT a cărui valoare contabilă este de 10 \$ pe acțiune și cu un randament al investiției de 12%. Pe măsură ce acest produs devine tot mai popular, atrage încă 10 milioane \$ la prețul de 20 \$ pe acțiune. Presupunând că randamentul investiției rămâne tot la 12%, valoarea sa contabilă totală ajunge la 20 de milioane \$, iar prețul pe acțiune sare

de la 10 \$ la 13,33 \$, iar profitul pe acțiuni crește de la 1,20 \$ la 1,60 \$*, deși randamentul capitalului a rămas neschimbat. Ca și în cazul bulei conglomeratelor, Soros a prevăzut că, atâta timp cât piețele de proprietăți imobiliare rămâneau efervescente, REIT-urile aveau să suprapereformeze, până în momentul în care fie apărea o saturație de investiții în mobiliare, fie o altă inversare a mecanismului avea să spargă bula.

Pentru un investitor agil precum Soros, REIT-urile erau aproape ideale – reprezentau o bulă aflată într-un relativ „dezechilibru static” și care putea rezista mult în timp. Astfel încât el putea să se bucure de o perioadă îndelungată „pe val” și avea timp suficient pentru a prevedea prăbușirea, iar apoi putea să se bucure de o coborâre lentă. La fel ca în timpul nebuniei fuziunilor, a investit masiv în primele etape ale valului REIT, și-a crescut profiturile aproape până la capacitatea maximă a pieței, apoi s-a retras câțiva ani până când industria a început să dea semne de oboseală. A început să vândă fără acoperire „mai mult sau mai puțin la întâmplare”⁶, profitând de prăbușire până la capăt și câștigând cel puțin la fel de mult ca atunci când se aflase „pe val”.

„Bulele sunt ca niște copaci”, mi-a spus el. „Au nevoie de timp pentru a ajunge la formele lor depline, frumoase. Dar bulele reprezintă doar un element al piețelor. În pădure, copacul nu ajunge aproape niciodată la forma sa naturală, pentru că este înconjurat de atâția alți copaci.”⁷ El plasa REIT-urile în categoria rară, dar foarte dezirabilă, a bulelor care ajung la forma lor naturală și „frumoasă”.

Descifrarea bulelor

Soros era convins, din intuiție, că noțiunea de piațe ca mașinării super-raționale de optimizare era greșită, dar se străduia să înțeleagă de ce, să priceapă sensul filozofic al acestei intuiții. Elementul esențial, a decis el într-un final, era conceptul de *reflexivitate*, care a jucat un rol-cheie în gândirea sa începând cu acel moment. Nu poate exista o știință exactă despre comportamentul uman,

* Calculul matematic: să presupunem că REIT-ul original are un milion de acțiuni la 10 \$ pe acțiune, sau o valoare contabilă de 10 milioane \$, cu un venit anual de 12% = 1,2 milioane \$ sau 1,20 \$ pe acțiune. Apoi sunt atrase încă 10 milioane \$ la 20 \$ pe acțiune, se emit 500 000 de acțiuni noi și se investește la același randament de 12%. Valoarea contabilă a acțiunilor este acum de 20 de milioane \$/1,5 milioane de acțiuni = 13,33 \$ pe acțiune. (Remarcați că cel de-al doilea set de acționari a plătit în plus peste valoarea contabilă.) Câștigurile sale sunt de 12% la 20 de milioane \$, sau 2,4 milioane \$. Împărțit la 1,5 milioane de acțiuni = 1,60 \$ pe acțiune. Calculele sunt preluate din exemplul ilustrat de Soros în raportul asupra REIT-urilor.

s-a gândit el, deoarece interacționăm imprevizibil cu ceilalți oameni – comportamentul nostru este *reflexiv*, este produsul a numeroase interacțiuni reciproce imprevizibile, lipsite de regularitatea guvernată de legi a fizicii.

Însă piețele financiare ocupă o poziție ambiguă între universul științelor exacte și lumea reflexivă a oamenilor. În perioadele de stabilitate, piețele par adesea guvernate de reguli statistice, având precizia unor legi, care îi încântă pe modelatorii economici. Dar aceste regularități se dezintegrează dramatic în perioadele dificile din cauza interacțiunii reflexive, sau reciproce, dintre așteptările oamenilor și comportamentul real al pieței. Instinctul de turmă al mulțimii a fost cel care, în cazul REIT-urilor, a făcut ca prețurile lor să creeze o bulă sau, după terminologia lui Soros, un fenomen de *boom and bust* („apogeu și prăbușire”), pentru că fiecare nouă rundă de creștere a prețului la acțiuni alimenta așteptările de mai mult, într-o spirală care creștea singură, până când, într-un final, bula s-a spart. Atunci s-a instalat un fenomen invers, în timpul prăbușirii, care a asigurat un exces și pe această parte.

Atunci când reflexivitatea tinde să domine, a raționat Soros, piețele nestabile sunt un mediu propice pentru formarea bulelor. Dar, deși reflexivitatea ar putea fi o condiție necesară pentru bule, nu e și o condiție suficientă. Ciclurile de tipul *boom and bust* implică aproape întotdeauna creditare, și în mod normal nu se pot produce în lipsa unor percepții fundamentale greșite despre credit. Cei care împrumută percep greșit gradul de încredere prezentat de cei care iau împrumutul, sau valoarea viitoare a unor bunuri precum locuințele. Pe măsură ce ei cresc sumele acordate împrumut, prețurile bunurilor cresc într-adevăr, confirmând convingerea lor inițială, astfel încât ei continuă să crească împrumuturile acordate, în timp ce succesul lor atrage și mai mulți creditori, până se realizează un ciclu complet de tip *boom and bust*.

Bulele sunt create în permanență, susține el, dar majoritatea sunt înăbușite înainte de a lua prea mult avânt. Pe parcursul carierei sale de investitor, el presupune că au existat doar „șase, maximum zece” bule cu perspective de durată, plus o „superbulă” generalizată cu credite și datorii care, estimează el, a început să capete amploare încă de la sfârșitul celui de-Al Doilea Război Mondial.

Reflexivitatea și frecvența bulelor, plus faptul că acestea pot ajunge la dimensiuni explozive, dezvăluie fatuitatea dogmei promovate de Școala din Chicago privind piețele „eficiente” în a se reglementa singure. „În fond”, a spus Soros, „dacă piețele sunt atât de eficiente, de ce se prăbușesc mereu?”⁸ Ar fi putut adăuga: „Și cum de-a fost posibil ca eu să fac atâția bani mizând tocmai pe prăbușirea lor?”

Soros, investitorul

Pentru Soros, reflexivitatea este nu atât un ghid de strategii, cât un detector miraculos de oportunități. În zonele în care jucătorii de pe piață interacționează cu organele de reglementare ale guvernului apare ca o țesătură bogată, de aur strălucitor. După cum spunea Soros: „Relația dintre autoritățile financiare și piețele financiare este un proces reflexiv în curs. Ambele acționează în baza unor cunoștințe imperfecte și ambele sunt victime ale neconcordanței dintre realitate și percepțiile asupra realității. Asta este specific. Astfel că această interacțiune dintre piețe și autorități este cea pe care mă concentram cu adevărat.”⁹

Masivele rupturi economice din anii 1970 au oferit oportunități excelente unor investitori precum Soros, iar profitul fondului său Quantum Funds* a crescut vertiginos. Unul dintre fenomenele esențiale a fost o bulă a creditelor pe care el o anticipase într-un raport subtil din 1972, *The Case for Growth Banking*. Sub conducerea Citibank (la acea dată, First National City Bank), băncile încercau, pentru prima dată, să determine o creștere a prețului pentru acțiunile lor, cu scopul de a finanța extinderea pe noi produse și piețe, și pentru a susține creșteri constante ale finanțării prin îndatorare. Întregul proces a culminat, în modelul lui Soros, cu un ciclu clasic de tip *boom and bust* care s-a terminat cu criza datoriilor din Mexic, din 1982. Dintr-o perspectivă mai largă, Soros consideră acea perioadă pur și simplu ca o altă secvență a superbulei creditelor, ce dura de 60 de ani și care și-ar putea găsi sfârșitul, într-un final, în violenta prăbușire a creditelor din 2008 și 2009.

Însă pentru a vă da o idee despre mecanismele de investiții adoptate de Soros, voi reda pe scurt două episoade bine documentate care surprind extraordinara amplitudine și profunzime a felului în care aborda piețele. Primul este extras dintr-un jurnal de investiții, pe o perioadă de cincisprezece luni, pe care Soros l-a ținut la mijlocul anilor 1980, în timp ce lucra la cea mai importantă operă a sa, *Alchimia finanțelor* (1987); cel de-al doilea se referă la faimosul episod din 1992, când a câștigat un profit de zece cifre după ce forțase aproape singur devalorizarea lirei sterline.

* Compania de investiții a lui Soros este Soros Funds Management. Fondul Quantum a funcționat ca principalul său vehicul de investiții în ultimii patruzeci de ani. Fondul este contractat de firma de management pentru a presta servicii de investiții, în schimbul unui comision de 1% din active plus 20% din profituri. Cele mai multe dintre comisioane i-au revenit lui Soros personal, deoarece el era acționarul majoritar al companiei de management. Pentru că își păstra întotdeauna profiturile în fond, contribuția sa personală la acest fond a crescut constant.

Cercul Imperial

Jurnalul de investiții descrie perioada dintre august 1985 și octombrie 1986, episod pe care Soros îl numește „Cercul Imperial” al lui Ronald Reagan. După ce inflația scăpată de sub control fusese învinsă în 1982, economia s-a îndreptat spre o etapă ciudată de dezvoltare, pe care majoritatea economiștilor o considerau foarte instabilă. Soros împărtășea, în mare, aceeași perspectivă, la începutul jurnalului, dar și-a modificat-o considerabil pe parcursul lunilor care au urmat. El considera că economia de dezvoltare de la mijlocul anilor 1980 era într-o stare puternic reflexivă deoarece succesul său era strâns legat de impresia internațională pozitivă pe care o crea conducerea prezidențială a lui Ronald Reagan și revenirea spectaculoasă a Americii ca putere politică și economică.¹⁰

Economia postinflaționistă a anilor 1980 era un amestec neobișnuit de dezvoltare accentuată și dolar puternic, dar cu un comerț masiv și deficite bugetare. În accepțiunea generală, această combinație nu era durabilă – monedele puternice nu coexistă cu deficite importante. Dar cercul era corectat de ratele dobânzilor, ridicate în America. Dobânzile mari atrăgeau capital din afara granițelor, astfel încât străinii finanțau deficitele comerciale ale Statelor Unite. În același timp, efectul negativ pe care dobânzile mari îl aveau la nivel local era compensat de deficitele bugetare mari. Astfel încât, în timp ce dobânzile ridicate, în dolari, aruncau o greutate copleșitoare pe umerii țărilor în dezvoltare precum Brazilia și Mexic, ele încurajau America să trăiască mai confortabil decât și-ar fi permis. Acesta era Cercul Imperial.

Dar existau tendințe îngrijorătoare. Rapida dezvoltare în paralel a piețelor financiare din America era legată în special de preluările de companii – Soros a numit-o „Fuziomania”. De fapt, capitalul pentru investiții nu era îndreptat către echipamente industriale și de producție, ci către instrumente financiare. Efectele erau plăcute pe termen scurt, pentru că lichiditatea financiară crescută compensa dobânzile ridicate și încuraja creșterea consumului. Dar acest trend prevestea o schimbare periculoasă de direcție, de la producerea de bunuri destinate comerțului la o economie bazată în întregime pe sectorul financiar.*

* Elementele esențiale al Cercului Imperial au rămas la locul lor timp de peste 20 de ani. Durata prelungită a bulei creditelor dintre 1985–2005 reprezintă motivul principal pentru care actuala sa prăbușire este atât de devastatoare. Însă a apărut o diferență importantă între aranjamentul anilor 1980 și cel mai recent. Ratele dobânzilor au scăzut dramatic în Statele Unite începând cu jumătatea anilor 1990, ceea ce ar fi trebuit să aibă ca efect o strangulare a aportului de capital străin. Dar acesta a fost înlocuit de capital indiferent la dobândă, venit din țări centrate pe export, precum China, care au cumpărat obligațiuni americane pentru a asigura lichidități consumatorilor americani. Începând cu mijlocul anilor 1990,

Stilul de investiții al lui Soros, după cum reiese din jurnal, este șocant, cu atât mai mult cu cât datează dintr-o perioadă când încă administra banii mai mult sau mai puțin de unul singur. El se mișcă foarte rapid și tranzacționează sume mari, investind, după cum a scris ulterior, ca și cum Quantum Fund ar fi reprezentat proprii săi bani, adăugând că „așa și este, în mare măsură”. Deoarece el era singurul director de investiții, privea fondul drept o platformă unificată, nu doar o serie de capitaluri, venituri fixe și tranzacții valutare separate. Deciziile majore presupuneau, de regulă, ajustarea întregului fond. Soros se folosește fără rezerve de „efectul de levier” (bani împrumutați), dar urmând reguli aproximative, care se ajustează flexibil pentru a se adapta la perspectiva sa actuală asupra lumii. De regulă, el operează tranzacții mari cu indici de acțiuni, dar ulterior poate realoca fondurile spre anumite sectoare.

Investițiile sale sunt întotdeauna accentuate globale; în anii 1980 el putea, în general, să folosească Statele Unite, Germania și Japonia drept o cale de acces rezonabilă către țările industriale. Perspectiva sa este întotdeauna holistică, astfel încât o decizie privind titluri de valoare din Germania avea de regulă implicații și asupra investițiilor sale din America și Japonia. Alegerile se fac pe bază de oportunități – oricare ar fi calea cea mai eficientă pentru a ajunge la o anumită poziție. Astfel că, în această perioadă, a investit în acțiuni, obligațiuni, valute și mărfuri din toate cele trei țări principale, și adesea și din altele, folosind atât vânzări, cât și cumpărări. Fondurile sale speculative implicau adesea instrumente foarte îndepărtate, astfel încât putea compensa o cumpărare de obligațiuni americane cu câteva vânzări din Japonia – cu alte cuvinte, el caută mai mult fonduri speculative aproximative, care să îi ofere o direcție, și mai puțin compensări calculate exact.

Investițiile lui Soros au întotdeauna la bază o teorie – care, recunoaște el, se poate dovedi adesea greșită. Dar dacă nu reușește să descrie convingător dinamica ascunsă a pieței, nu se implică. Deși modelul pe care se bazează investițiile sale – conceptele de reflexivitate, bule și altele asemenea – rămâne constant, ipotezele sale referitoare la investiții se pot schimba aproape la fel de frecvent ca și pozițiile sale pe piață. El rămâne cât se poate de atent la progresele din zona politică – în anii 1980 încerca să ghicească șansele unui acord internațional de stabilizare a dolarului, orice pas în direcția unei încălziri a relațiilor americano-sovietice sau dacă deficitul bugetar ar putea fi ținut în frâu de Congres.

Într-un sfârșit, tonul jurnalului devine amar până la extrem – autorul făcându-și întruna muștrări, descriindu-și în mod repetat erorile și opțiunile

academicienii au început să recunoască posibilitatea unui nou cvasiechilibru sub titulatura generală a unui regim „Bretton Woods II”. Cu cel puțin zece ani înainte, Soros observase ramificațiile sistemului și a fost printre primii care și-au exprimat îngrijorarea în privința concentrării pe finanțe.

greșite, făcând liste cu puncte critice clare pe care le ratase, pierderi stupide înșirându-se una după alta. Dar când jurnalul întrerupe narațiunea pentru a calcula sumele totale, descoperim că în tot acest timp a strâns profituri uriașe.

Soros își începe jurnalul cu o evaluare sumară a climatului investițional. Este mulțumit de James Baker în postura de secretar al Trezoreriei, deoarece acesta pare să înțeleagă pericolele din Cercul Imperial. Jurnalul arată că el încerca să conceapă un plan pentru cazul unei „aterizări ușoare”, scenariu care ar fi implicat, posibil, o scădere liniștită a dolarului, o revitalizare a exporturilor americane și o dezvoltare economică mai echilibrată. Alternativa era reprezentată de un „scenariu dezastruos” în care dolarul rămânea puternic pentru o perioadă mai îndelungată, apoi se prăbușea vertiginos. Soros se arată îngrijorat că o recesiune dură ar putea determina banca centrală să injecteze lichidități și să scape inflația de sub control.

Fără prea mare convingere, se așteaptă la o contracție a creditelor. Atât bursa, cât și piețele imobiliare sunt tot mai slăbite, băncile au probleme serioase, iar valutele se apropie de limita lor maximă. Partea bună e că deficitul bugetar se reduce în același ritm cu rata dobânzilor, iar băncile își îmbunătățesc treptat bilanțul. Ce e de făcut?

Soros decide să mizeze pe recesiune. Se expune la maximum pe valute, vânzând fără acoperire dolari și cumpărând mărci, și renunță rapid la obligațiunile americane, deoarece preconizează că prăbușirea dolarului va determina o creștere a dobânzilor pe termen lung. (Prețurile obligațiunilor scad atunci când cresc dobânzile.) Are rezerve mari de yenii japonezi, dar nu își face probleme în această privință, fiindcă Japonia își gestionează în mod evident moneda pentru a-și menține surplusul comercial american. Își crește și mai mult vânzările de petrol, deoarece cartelul petrolului se dezintegrează, iar el se așteaptă ca saudiții să își reimpună controlul lansând un război al prețurilor. Recesiunea se va adăuga acestor presiuni.

După aproape trei săptămâni, ajunge la concluzia că s-a înșelat în aproape toate previziunile sale, cu excepția mizei pe petrol. Dolarul crește mult în urma unor rapoarte economice surprinzător de bune – Soros nu crede în ele, dar nu e pregătit să le conteste. Obligațiunile cresc în același timp, dar cad înapoi rapid. Apoi el sporește efectul celor două greșeli făcând exact tranzacția nepotrivită. Încetează să vândă obligațiuni chiar înainte ca acestea să cadă, dar continuă să cumpere valute, iar acestea scad și ele. Soros decide să nu se mai opună pieței până nu își face o imagine mai clară. Tulburat, cumpără în continuare mărci, deși preconizează un model de schimb „în dinți de fierăstrău” ce îi va pune hotărârea la încercare.

După aproape trei săptămâni, este salvat în chip spectaculos de „Grupul celor Cinci” – miniștrii de finanțe și președinții băncilor centrale din Statele Unite, Germania, Franța, Marea Britanie și Japonia. În cursul unei ședințe de urgență,

ținută la Hotel Plaza din New York, ei hotărâsc să treacă de la un sistem în care cursurile valutare variază liber la unul în care variază „organizat” în limite prestabilite. Obiectivul lor este de a forța o scădere a dolarului, justificând astfel toate pariurile valutare făcute de Soros, pe care acesta reușise să le mențină doar „ținând cu dinții de ele”. Înregistrează un succes răsunător cu stocurile sale de mărci și, pentru că înțelege imediat că și moneda japoneză va crește, își strânge stocuri mari de yen și înregistrează și cu acestea un succes uriaș. Dar gândurile negre revin aproape imediat – apar și mai multe griji în legătură cu băncile americane*, pierderi din stocurile de petrol (situația din Golf era agitată) și pierderi dintr-o provizorie achiziție de acțiuni americane.

Soros oprește vânzările pe petrol, dar în rest rămâne liniștit timp de câteva săptămâni. Apoi, spre sfârșitul lunii octombrie, începe să cumpere dolari. Soros este un trader deosebit de activ. Nu și-a schimbat perspectiva negativă asupra dolarului, însă se așteaptă la o scurtă răsturnare tehnică a pieței și vrea să profite. Dar se înșală – Japonia anunță o creștere surprinzătoare a monedei, ceea ce determină vânzarea dolarilor în schimbul yenilor. Dar pozițiile pe care le deține în băncile din Texas și California par a fi compensații profitabile. Per ansamblu, însă, s-a descurcat foarte bine. De la mijlocul lunii august, fondul a crescut cu peste 100 de milioane \$, adică un câștig de 17% în zece săptămâni.

Noiembrie este o lună relativ liniștită. Soros își reface expunerea pe valute și începe să cumpere acțiuni și obligațiuni, plângându-se că ratează momentul de cotitură pe fiecare piață. Dar când scoate la iveală cifrele, descoperim că se descurcă bine. Înțelegem atunci că, dacă Soros se plânge că a ratat o piață, asta înseamnă de obicei că n-a apucat să facă o mișcare înainte ca piețele să se schimbe. Dar chiar și atunci când nu anticipează punctele de cotitură, reacțiile lui sunt atât de rapide și tranzacționează cu volume atât de mari încât obține

* Pe bună dreptate: cele mai mari bănci din America au devenit insolvente pe parcursul anilor 1980 din cauza pierderilor cauzate de împrumuturile în „petrodolari”. Națiunile OPEC își depozitaseră cea mai mare parte a profiturilor masive obținute din petrol în sucursalele de peste ocean ale băncilor americane. Pline până la refuz cu depozite purtătoare de dobândă, băncile au ales cea mai rapidă cale de a le converti în active care să aducă profit – acordând împrumuturi uriașe către țări în curs de dezvoltare, în special din America Latină, „garantate” nominal de guvernele țărilor care primeau împrumuturile. Când împrumuturile au devenit, în masă, irecuperabile, autoritățile financiare din SUA au hotărât să falsifice registrele – tratând toate împrumuturile în petrodolari drept împrumuturi „performante”, deși ele erau aproape toate în imposibilitate de plată. Păcăleala a continuat până la sfârșitul acelei decade, când expedientul „Obligațiunilor Brady” a permis anularea împrumuturilor, astfel încât țări precum Mexic sau Brazilia au reintrat pe piețele de capital.

oricum câștiguri substanțiale – dacă se enervează e doar pentru că ar fi putut fi și mai mari.

În decembrie 1985, Soros întrerupe cronica investițiilor sale pentru a-și actualiza perspectiva asupra pieței, care este, ca de obicei, pătrunzătoare. Vede acum o posibilitate mai bună pentru o tranziție ușoară, o îndepărtare de Cercul Imperial, în mare parte datorită inițiativelor politice inspirate – acordul de la Plaza în vederea reducerii dolarului, posibilitatea unor restricții dure de deficit, impuse de congresul „Gramm-Rudman”, și progresul spre o destindere la nivel internațional. Totodată, așteaptă în mod justificat ca guvernul să treacă de la o stimulare fiscală (a cheltuielilor) la una monetară – lucru care, într-adevăr, a devenit o politică standard pe parcursul celor doisprezece ani în care banca centrală a fost condusă de noul președinte, Alan Greenspan.

În pofida creșterii împrumuturilor acordate pentru tranzacții de preluare, Soros consideră că, de fapt, creditarea se contractă. Răscumpărările cu bani împrumutați, susține el, slăbesc economia. Randamentele obligațiunilor neperformante tind să ridice ratele dobânzilor, în timp ce fluxurile de numerar ale companiilor sunt absorbite în serviciile datorilor în loc să fie folosite pentru investiții fizice, ceea ce reduce productivitatea.

În cazul ideal pentru el, prețurile în creștere la acțiuni ar înăbuși explozia de preluări, investițiile ar fi din nou direcționate către active fizice, consumatorii ar începe să-și pună la bătaie economiile, iar dezechilibrele internaționale americane ar fi rezolvate. Dar el prevede multe obstacole – creditele imobiliare și de consum devin foarte relaxate, băncile sunt încă înecate în creanțe internaționale irecuperabile, iar prăbușirea inevitabilă a prețurilor la petrol ar putea avea un efect de subminare.

Cu ironie intenționată, el se referă la unul dintre deznodămintele negative probabile, ca revenire la „epoca de aur a capitalismului”, făcând aluzie la capitalismul sălbatic al secolului al XIX-lea. La asta s-ar putea ajunge, crede el, dacă guvernul renunță la eforturile sale de a determina o scădere a dolarului și de a constrânge excesele financiare. Ar crește durabilitatea Cercului Imperial și ar permite dezechilibrelor să se acumuleze în continuare... „În trecut, libera întreprindere, nestrunită, a produs rezultate îngrozitoare”, scrie el. „Avem să repetăm această experiență? Să sperăm că nu... Slăbiciunea fatală a unui sistem de piață liberă este instabilitatea sa inerentă.”

Dar dacă Cercul Imperial nu este înlăturat, se așteaptă ca, pe termen scurt, să se creeze „o piață extraordinară în urcare”. Deși consideră că efectele pe termen lung, în cazul în care se prelungește starea curentă, vor fi destul de amare, își va alege o poziție din care să obțină un profit maxim. La mijlocul lunii decembrie, fondul ajunge la 890 de milioane \$, adică un câștig de 37% față de luna august, perioada de începere a jurnalului, și de 80% pentru întregul an 1985.

Jurnalul continuă până în octombrie 1986. Modelul său de tranzacționare rămâne în mare parte neschimbat – își păstrează o abordare globală asupra investițiilor, dar continuă să intre și să iasă rapid de pe piețe, urmărind ușoarele realinieri ale pieței. Adesea, operațiile pe termen scurt nu au succes, dar datorită faptului că perspectiva sa macroeconomică asupra pieței este, în linii mari, corectă, rezultatele per ansamblu continuă să fie foarte bune.

Luna ianuarie, de exemplu, începe cu achiziții pentru majoritatea instrumentelor, operând pe baza ipotezei sale privind „piața extraordinară”, apoi decide că s-a îndatorat excesiv și se retrage mult – exact la timp cât să rateze o importantă creștere bruscă a pieței, spre marele său regret ulterior. Desigur, nu ratează efectiv punctul de cotitură; e vorba doar despre faptul că ar fi câștigat și mai mult dacă adopta poziționarea mai riscantă.

Iar mai jos iată o mărturie neprețuită din aprilie:

Piața s-a dat peste cap în ultimele două zile, iar eu, la fel. Luni, petrolul și-a revenit puternic, iar obligațiunile, acțiunile și valutele s-au vândut în masă; marți, toate aceste piețe s-au răsturnat.

Mișcarea de luni m-a lovit pe toate fronturile. Am descoperit cât e de sensibil portofoliul meu față de prețurile la petrol; am descoperit și că el cuprinde mai multă îndatorare decât credeam. Am neglijat poziția mea hibridă [marcă/liră], care s-a întors împotriva mea. În cifre, am pierdut în jur de 100 de milioane \$ de la debutul corecției.

Pare un dezastru. Însă în luna următoare, când își însumează conturile, fondul se apropie de 1,4 miliarde \$, profitul pe acțiune este de peste 110% față de data începerii jurnalului și 45% față de începutul anului. Secretul, după cum explica el ulterior, constă în profituri foarte mari obținute din tranzacții de capital, care se află „prea departe pe teren” pentru a fi discutate în detaliu, dar care implică acțiuni în Finlanda, căi ferate și proprietăți imobiliare în Japonia și proprietăți imobiliare în Hong Kong.

Iulie și august 1986 sunt luni foarte stresante. Portofoliul său este în continuare centrat pe scenariul „pieței extraordinare în urcare”, dar îl îngrijorează o potențială spirală deflaționistă declanșată de o prăbușire completă a prețurilor la petrol. După cum el însuși spunea, „ca principiu general, eu nu demontez poziții care sunt construite pe o teză ce rămâne validă; în schimb, îmi asum poziții suplimentare în direcția opusă, în baza noii teze. Ceea ce rezultă este un echilibru delicat care trebuie reajustat clipă de clipă”.

În câteva zile își construiește un edificiu complicat de acțiuni și obligațiuni japoneze și americane care au menirea de a-i asigura flexibilitate maximă. Dar continuă să se plângă că s-a repositionat prea târziu și că „situația mea se poate schimba în orice moment. Va trebui să fiu mult mai activ și mai prompt”.

Spre sfârșitul lunii august începe să se relaxeze. Strategia sa de reechilibrare a funcționat foarte bine, iar acum, pentru siguranță, își reduce din îndatorare, încasând intenționat și câteva pierderi în cursul procesului. Per ansamblu, performanța sa a fost spectaculoasă. Fondul a crescut la 1,6 miliarde \$, profitul pe acțiune de la un an la altul este de 142%.

Dar piețele au darul de a-i umili pe oameni, chiar și pe Soros. August este momentul de vârf al perioadei descrise în jurnal. În septembrie, este prins într-o cădere urâtă a pieței, pe care o descrie, plin de regret: „A fost un contrast puternic față de căderea din iulie/august, pe care am reușit să o evit cu bine. Am fost oarecum înșelat de acea cădere. Încercarea de a mă proteja împotriva ei m-a extenuat emoțional, iar când a lovit criza mai gravă, eu adormisem la pupitrul.”

Aceste pierderi erau reale și l-au costat peste 100 de milioane \$ în doar câteva zile. În restul perioadei cuprinse în jurnal, până în octombrie 1986, este în mod intenționat mai puțin activ. Pierde mizând pe încheierea unui acord financiar americano-german, dar hotărăște să-și extindă poziția pentru că preconizează că se va ajunge totuși la un acord neoficial. Întreprinde o călătorie de lungă durată în China, dar o întrerupe atunci când deținerile sale pe piața de capital și cea imobiliară din Japonia se deteriorează puternic. Intuiește corect că Japonia s-ar putea afla la marginea unui lung declin și regretă faptul că n-a prevăzut acest lucru mai devreme.

O observație previzională apare și în octombrie, când își exprimă îngrijorarea în privința creșterii tranzacțiilor bursiere computerizate și a asigurărilor de portofoliu, care au fost factori-cheie în „Lunea Neagră” a burselor din anul următor. În ultima mențiune din jurnal, fondul său a ajuns la puțin sub 1,5 miliarde \$, cu o creștere de 112% pe acțiune, față de data de început din august, cu cincisprezece luni mai înainte.

Episodul din 1992, centrat pe lira sterlină, este unul mult mai direct, dar reprezintă un exemplu superb al curajului desăvârșit al lui Soros.

Omul care a învins Banca Angliei

Regimurile valutare sunt, după părerea lui Soros, o mină bogată în reflexivitate, deoarece evoluează adesea sub forma unor dispute de percepție între traderi și guverne. Pe piețele din ziua de azi, puternic integrate, majoritatea guvernelor încearcă să gestioneze cursul de schimb astfel încât să prevină fluctuațiile deranjante în prețul bunurilor de larg consum*. Dar odată ce a fost

* Conform teoreticienilor pieței libere de la Școala din Chicago, piețele eficiente ar trebui să asigure o ajustare fină a cursului valutar, cu creșteri ușoare. Pe măsură ce doctrina câștigă în influență, în anii 1980, majoritatea țărilor mai mari au trecut la regimuri de variație liberă. Dar teoria era greșită. În loc de ajustări cu efect stabilizator, mult mai frecvente erau fluctuațiile puternice.

stabilit un curs de schimb, el devine o țintă firească pentru speculanți, care pun mereu la încercare hotărârea unui guvern.

În esență, un curs de schimb corect este determinat de economia țării respective. Atâta timp cât aceasta a cunoscut o creștere solidă și o inflație moderată, și cât timp își păstrează rezervele necesare, străinii vor înclina spre a-i menține moneda, dar dacă politicile economice se îndepărtează de calea normală, vor solicita ca plata să fie făcută în conformitate cu rezervele monetare, de regulă în dolari, euro sau yen. La un moment dat, traderii vor începe să vândă valută la termen, anticipând o devalorizare. Dacă un trader acceptă dolari contra promisiunii de a livra o sumă fixă de ruble în termen de o lună de la data tranzacției, va câștiga un profit uriaș dacă între timp cade prețul în dolari al rublei.

Marea Britanie a hotărât să adere la Mecanismul European al Ratelor de Schimb (ERM) în 1990. ERM-ul fusese adoptat în 1979 pentru a reduce disparitățile din cursurile de schimb, ca parte a programului ce urmărea realizarea unei uniuni monetare între țările Pieței Comune. Membrii au hotărât să își mențină monedele în limitele unui culoar de referință reciproc de $\pm 2,25\%$ din cursurile inițiale. Sub aspect practic, de vreme ce Germania avea cea mai redusă inflație și cea mai puternică poziție din punct de vedere al rezervelor, țările participante își stabileau moneda raportat la marcă. Totodată, țările membre se angajau implicit să crească ratele dobânzilor sau să tempereze inflația dacă moneda lor se apropia de limita de jos a culoarului.¹¹

Dificultățile cu care s-a confruntat ERM-ul la începutul anilor 1990 pot fi identificate ca izvorând din reunificarea Germaniei după căderea Zidului Berlinului. Pentru a reduce din trauma reunificării pentru germanii din Est, Germania de Vest a decis să echivaleze salariile și veniturile nominale din Est la valoarea mărcii din Vest, în pofida productivității foarte scăzute din Germania de Est. Ceea ce a rezultat a fost un transfer uriaș de venituri, mult subevaluat în previziuni, dinspre Vest spre Est, a cărui valoare a fost estimată între 4 sau 5% din P.I.B.-ul Vestului, și peste o treime din P.I.B.-ul Germaniei de Est. Deoarece politicienii germani nu au îndrăznit să crească și taxele în aceeași măsură, au finanțat subvențiile prin împrumuturi. Pentru a compensa impactul inflaționist al unui astfel de stimul masiv, președintele băncii centrale a Germaniei, Helmut Schlesinger, a pus la punct o creștere accentuată a ratelor dobânzilor. Restul țărilor din ERM nu au avut de ales și i-au urmat exemplul, deși cele mai multe dintre ele se îndreptau deja spre recesiune*. Un deputat

* Statele Unite au o reputație bine-meritată conform căreia politica lor monetară este prizoniera considerentelor politice interne, astfel încât nu își asumă responsabilitatea crucială de gestionare a principalei monede de constituire a rezervei mondiale. Germania este, de regulă, la fel de iresponsabilă, dar este mai puțin criticată deoarece implicarea sa împotriva inflației este proiectată drept cea

britanic a spus că inițialele ERM veneau de la *Eternal Recession Machine* („Eterna Mașinărie de Recesiune”).

În vara lui 1992, criza cursului de schimb se agrava tot mai mult, iar speculațiile împotriva monedelor din ERM erau, practic, o simplă miză privind disponibilitatea guvernelor de a accepta șomajul de dragul unui acord monetar. Traderii s-au concentrat mai întâi pe Italia, înregistrând o victorie importantă pe 13 septembrie, atunci când Italia s-a devalorizat cu 7%.

Atenția s-a concentrat apoi pe Marea Britanie. Lira se aflase sub presiune întreaga vară, scăzând cu peste 4% raportat la dolar. Dar prim-ministrul conservator John Major era hotărât să nu cedeze. Trezoreria a împrumutat 14,3 miliarde \$ în mărci, la începutul lui septembrie, și a intrat agresiv pe piețele valutare, cumpărând lire. La 15 septembrie, într-un slab gest de solidaritate, guvernul german și-a scăzut ridicol de puțin dobânda de referință, cu un sfert de punct, până la 9,5%. O astfel de acțiune fără vlagă, împreună cu declarația însoțitoare a lui Schlesinger ce sublinia pericolele inflației, nu a făcut decât să-i încurajeze pe speculanți.

La 16 septembrie, dată cunoscută în Marea Britanie drept „Miercurea Neagră”, Banca Angliei și-a crescut propria dobândă de referință, de la 10 la 12%, și a promis să urce până la 15% dacă se dovedea necesar. Dar cum publicul era deja furios din cauza recesiunii britanice dificile, chestiunea nu părea credibilă. Un val global de vânzări de lire a copleșit sistemele de apărare britanice. Procesul i-a „suspendat” apartenența la ERM, iar lira a scăzut rapid cu aproximativ 10%. Din acel moment, ERM devenea, practic, egal cu zero.

Rolul central jucat de Soros în atacul asupra lirei nu a fost dezvăluit decât spre sfârșitul lunii octombrie. Ideea inițială de a lansa un atac asupra lirei i-a aparținut lui Stanley Druckenmiller, pe care Soros îl recrutase de la Dreyfus și pe care îl numise, în 1989, administrator pentru problemele curente ale Fondului Quantum. Soros îl urmărea îndeaproape, dar, după cum a spus mai târziu, era mai mult un „antrenor” decât un manager la fața locului. Însă, firește, Druckenmiller discuta cu el mișcările importante. Când acesta și-a prezentat ideea, Soros și-a dat acordul imediat, dar a insistat că orice mișcare trebuia făcută la scară foarte mare.

În general, Soros nu operează pe piețele de contracte *futures* pe valută, în parte și pentru că este aproape imposibil să disimulezi operațiunile de amploare. Pentru jocul împotriva lirei, el și Druckenmiller au înșirat în tăcere linii de creditare în lire, la bănci din lumea întreagă. Deoarece el era partenerul final în tranzacție, băncile s-au grăbit să creeze aceste linii. În total, el a pregătit

mai bună cale de urmat. Însă politicile sale din anii 1990 au condamnat o mare parte din Europa la o cvasirecesiune prelungită, și s-ar putea să repete același comportament și în 2009.

10 miliarde \$ în credite, la circa peste o sută de sucursale bancare diferite și cu numeroși titulari locali ai conturilor.

Soros participase la o conferință de investiții, cu câteva săptămâni înainte, la care Schlesinger, atât în comentariile pregătite dinainte, cât și în cursul unei scurte conversații ulterioare, i-a lăsat lui Soros impresia hotărâtă că Germania nu ar interveni pe piețele valutare pentru a susține lira*. Nimic din ceea ce a spus Schlesinger pe data de 15 nu a contrazis acest lucru. De aceea, când englezii au făcut, a doua zi, pasul disperat de a crește dobânda cu 2 procente, act pe care Soros l-a privit drept „o recunoaștere a înfrângerii”¹², el a apăsă pe trăgaci – retrăgând simultan toate liniile de creditare în lire și vânzându-le pe mărci germane. În fața unui brusc val uriaș de vânzări de lire în lumea întreagă, aproape toți traderii din lume au început să se retragă. Chiar și de unul singur, atacul violent al lui Soros ar fi putut epuiza restul rezervelor de mărci ale Marii Britanii, dar cum întreaga comunitate comercială i s-a alăturat, englezii nu au avut de ales decât să cedeze, ceea ce s-a întâmplat în câteva ore. Norman Larmont, cancelar al Ministerului de Finanțe, a declarat ulterior că ar fi fost dispus să cumpere lire în valoare de până la 15 miliarde \$ de pe piață. Soros a răspuns: „Iar eu aș fi fost dispus să cumpăr tot.”¹³

Efectul imediat asupra lirei a fost o cădere de 10%. În acea noapte, în vreme ce Soros dormea liniștit la New York, traderii Fondului Quantum n-au avut altceva de făcut decât să reschimbe mărcile în lirele devenite mai ieftine, pe care le vânduseră cu o zi înainte, și să ramburseze creditele de la bănci. Soros a admis că profiturile sale brute au fost de aproximativ 1 miliard \$, și susține că, incluzând și pariurile asociate precum cumpărarea de obligațiuni britanice, câștigurile totale au dublat, aproximativ, acea sumă.

De fapt, nici nu a existat cine știe ce risc – „Era o poziție asimetrică”, mi-a spus el.¹⁴ Britanicii erau în mod evident depășiți de apartenența lor la ERM. Electoratul era eurofobic în cel mai bun moment și scandalizat de creșterile dobânzii în pragul unei recesiuni. O încercare de a apăra moneda cu și mai multe majorări ale dobânzii ar fi provocat, cel mai probabil, căderea guvernului. Iar riscurile financiare propriu-zise ale lui Soros erau destul de modeste. Dacă britanicii ar fi reușit cumva să mențină cursul lirei/marcă, Soros și-ar fi răscum-părat lirele cu aproximativ aceeași sumă pe care o plătitese inițial, eventual doar

* L-am întrebat odată pe Soros dacă vreo parte a succesului său se baza pe informații care nu ar fi disponibile pentru alți investitori. A răspuns nu, după cum credeam și eu, dar a revenit ulterior asupra întrebării. Devenise un „inițiat” în anii 1970 în sensul că putea discuta cu președinții băncilor centrale; la un moment dat, Soros ajunsese să dețină până la 7% din obligațiunile emise de englezi. „Dacă îi poți adresa unui președinte de bancă centrală o întrebare care să-l facă să se schimbe la față, atunci ai într-adevăr anumite informații din interior.”

puțin mai mare, și ar fi rambursat creditele. Ar fi pierdut cel mult 100 de milioane \$, sumă care, deși nu e neglijabilă, n-ar fi fost nicidecum catastrofică pentru un fond de 3 miliarde \$. Raportat la șansa excelentă de a câștiga un miliard peste noapte, era un pariu ușor de făcut.

Privind în urmă, Soros tinde să minimalizeze rolul Fondului Quantum. E destul de convins că guvernul și comunitatea oamenilor de afaceri știau că acțiunea fusese declanșată de Quantum, ceea ce ar fi atenuat impactul. Tot el subliniază că n-a fost nici pe departe singurul factor de pe piață în momentul în care britanicii au cedat, în sfârșit.

Poate că are dreptate. Dar rămâne neschimbat faptul că rolul lui Soros în criză nu a fost cunoscut până când *London Daily Mail* a prins un raport, aparent de la un serviciu de urmărire a fondurilor speculative din New York, bazat pe un raport trimestrial de situație pe care Fondul Quantum îl depusese în Antilele Olandeze. Raportul din revista *Mail* a declanșat o scurtă frenezie în presa britanică, determinându-l pe Soros să ofere o descriere completă a aceluia episod, relatată unui reporter prietenos de la revista *Times* din Londra.¹⁵

Adevărul este că, dacă oficialii și traderii ar fi crezut că Soros se afla în spatele atacului asupra lirei, discuțiile din interiorul sistemului nu ar fi putut fi ascunse. Presa financiară prinde din zbor vorbăria dintre traderi, în special în cazul unui episod atât de remarcabil, iar oficialii guvernamentali furioși se grăbesc să împărtășească informația.

Chiar dacă guvernul ar fi știut că lovitura inițială venise doar de la Soros, oricum nu ar fi contat. Întreaga strategie a fost calculată pentru a crea șoc maxim, cu scopul precis de a determina vânzări în masă și panică oficială. (Dat fiind haosul de pe piețe, e greu de crezut că oficialii Trezoreriei ar fi putut declara calm că „aici pare să fie mai mult mâna lui Soros; să vedem dacă îi putem epuiza răbdarea.”)

A fost un act antisocial? E greu să-l interpretăm astfel. Prioritățile interne ale Germaniei creaseră cu mult timp în urmă tensiuni insuportabile asupra ERM-ului. Doar încăpățânarea politicianilor îl menținuseră atâta timp. Iar imediat ce lira s-a stabilizat la un nivel sustenabil, dobânzile bancare din Marea Britanie au fost reduse, iar exporturile, reluate rapid. Între 1990 și 1992, P.I.B.-ul real al Marii Britanii scăzuse cu 1,2%. Dar în cei trei ani care au urmat devalorizării, creșterea reală medie ajungea la un spectaculos 3,2%. În fond, jumătate din sumele câștigate în total de Soros de pe urma devalorizării lirei au rezultat din faptul că el a mizat întocmai pe o astfel de revenire.

Pe scurt, grăbind inevitabilul, Soros le-a făcut o favoare englezilor. E posibil ca și oamenii de rând să-și fi dat seama de asta. Conform celor mai multe mărturii, după ce șocul dezvăluirii a trecut, atitudinea publicului britanic față de Soros a fost destul de admirativă.

Rezumat al registrelor

Rezultatele extraordinare ale investițiilor lui Soros sunt cât se poate de graitoare. Însă ceea ce este și mai impresionant este felul în care le-a obținut: marea varietate a deținerilor sale, operațiile aparent frenetice de intrare și retragere din toate instrumentele investiționale complexe, și felul în care profilul investițional al Fondului Quantum s-a transformat fără urme vizibile urmărind schimbările subtile din perspectiva sa asupra lumii. Atunci când Michael Kaufman, autor al celei mai detaliate biografii a lui Soros, le-a cerut colegilor și confrăților acestuia să-i dea la iveală secretele, ei au descris o „abilitate aproape mistică... de a vizualiza întregul fond monetar și fluxurile de credite din întreaga lume”. Gary Gladstein, directorul său de-o viață pe probleme administrative și financiare, a spus: „El consumă mari cantități de informație, le digeră și din asta își poate extrage propria opinie despre cum se vor rezolva toate astea. Care va fi impactul asupra dolarului sau altor monede, asupra pieței dobânzilor. Va analiza graficele, dar cea mai mare parte a informațiilor pe care le procesează sunt de natură verbală, nu statistică.” Soros mi-a spus ceva similar – că în anii în care era profund implicat în acel fond, „fondul și creierul meu erau intersanjabile”.¹⁶

Strategiile lui erau rareori articulate – se schimbau prea des – și se bazau foarte mult pe intuiție. La un moment dat, în *Alchimia finanțelor*, se întreabă dacă nu cumva descrierea strategiilor sale în jurnal îi afectează negativ performanța deoarece îl determină să le respecte cu mai multă hotărâre. În conversațiile (publicate) cu Byron Wien, fostul strateg-șef în investiții la Morgan Stanley, și jurnalista europeană Krisztina Koenen, Soros a subliniat faptul că nu era interesat de teoria modernă a portofoliului. „Trăim în Epoca de Piatră” a spus, „și asta intenționat” – și a continuat explicând că întreaga logică matematică din spatele portofoliului modern presupunea un echilibru benign, în timp ce el era mai interesat de „discontinuitățile” pieței, acele puncte în care așa-numitele piețe eficiente eşuau.¹⁷

Fiul lui Soros, Robert, a făcut o observație celebră privind rolul teoriei și al intuiției în investițiile tatălui său – iar Soros mi-a repetat-o și mie:

Tatăl meu va discuta cu tine și-ți va oferi teorii pentru a explica de ce face una sau alta. Dar îmi amintesc cum, copil fiind, îl priveam și mă gândeam, Doamne, cel puțin jumătate din toate astea sunt prostii. Adică, știi că motivul pentru care își schimbă poziția pe piață sau face altceva e pentru că începe să-l doară tare spatele. Nu are nici o legătură cu rațiunea. Efectiv face o criză, și acesta este primul semnal de alarmă.¹⁸

Soros este cât se poate de conștient de limitările și celor mai utile teorii atunci când trebuie să servească drept ghid de investiții. La un moment dat, în jurnalul său din *Alchimia*, el notează că programul său de călătorie ar putea fi cel mai important factor al performanței sale, și enumeră toate previziunile economice

pe care le-a greșit. O mare parte din succesul său din 1985 s-a datorat momentului oportun al acordului de la Hotel Plaza, care i-a salvat expunerea pe valute. Dar până la data la care a publicat jurnalul, aflase cât de aproape fusese acel acord de un eșec. Cincisprezece ani mai târziu, reanalizându-și performanțele după criza valutară din Asia de la sfârșitul anilor 1990, a decis că avusese de suferit de pe urma unei respectări prea rigide a propriilor sale teorii. În special, fusese mult prea negativist în legătură cu perspectivele revenirii statelor asiatice, pentru că se îndrăgostise de modelul său *boom and bust*: „Am fost antrenat în ceva ce s-a dovedit a fi o cale eficientă spre epuizare economică.”¹⁹

Druckenmiller, care a fost trader și strateg principal al Fondului Quantum timp de doisprezece ani și care a colaborat cu Soros la fel de strâns ca ceilalți, a enumerat caracteristicile impalpabile care fac din Soros un investitor atât de mare. În primul rând, el „acceptă eșecul ca nimeni altul. Trece peste asta și nu își mai face griji pentru orgoliul său ori pentru ce va spune lumea”. Soros nu a fost bine plasat pe piața de acțiuni în timpul crizei din octombrie 1987, numită „Lunea Neagră” – se aștepta ca Japonia să fie prima lovită – și a încasat pierderi uriașe. Răspunsul său a fost să vândă tot ce avea, sub huiduielile presei financiare, care susținea că doar își bloca pierderile. Însă după aproximativ o săptămână, Soros începuse să vândă dolari fără acoperire (în lipsă), cu îndatorare uriașă, și a terminat anul cu un câștig de 15%.

Există mulți analiști care pot ghici piețele, susține Druckenmiller, dar Soros este de neegalat în „atacurile directe” și în „acționarea trăgaciului”. „Să apeși pe trăgaci”, a spus Druckenmiller, „nu înseamnă analiză; nu înseamnă prognosticarea unor direcții... ci să fii dispus ca, la momentul potrivit, să pui totul la bătaie. După părerea mea, asta nu e ceva ce poate fi învățat. Este complet intuitiv și este o artă, nicidecum o știință”. Druckenmiller oferă drept exemplu episodul din 1992 cu lira sterlină. După ce i-a descris strategia lui Soros, a spus că s-a ales cu „ceva asemănător unei muștrări care era, dacă vă vine să credeți: «de ce pui în joc doar două sau trei miliarde»”. În mod similar, după ce Soros, în urma Acordului de la Plaza, a obținut acele câștiguri uriașe din valută, s-a enervat aflând că traderii săi retrăgeau profiturile. Lovitura cea mare încă nu fusese dată. În loc să-și retragă profiturile, el a crescut și mai mult miza. Fondul a crescut cu 122% în acel an.

Druckenmiller concluzionează: Soros „a dezvoltat modelul fondurilor speculative și a gestionat un fond pentru mai mult timp și cu mai mult succes decât oricine altcineva până în prezent. Una e să reușești acest lucru timp de cinci sau zece ani. Dar să găsești energie pentru a face asta foarte bine [atât de mult timp] este incredibil... El este etalonul”²⁰.

Soros și fondurile sale au trecut cu bine prin crizele Asiei de la sfârșitul anilor 1990, cu toate că, din cauza experienței din 1992, era acuzat cu regularitate că le-ar fi provocat, în special de către prim-ministrul malaysian, Mahathir

Mohamad. Într-adevăr, Soros cumpăra ringgiți malaysieni atunci când a izbucnit criza. Deținuse mult timp contracte *futures* pe ringgiți pe care le vânduse înainte de devalorizare, și cumpăra în scădere – prematur, a recunoscut apoi – pentru a-și asigura profiturile. (Acea vânzare de mai devreme ar fi contribuit, desigur, la cădere, dar mișcarea era una generală, iar Soros nu a jucat rolul principal, ca în episodul cu lira.) Însă lui Soros, crizele din Asia i-au confirmat părerea despre instabilitatea inerentă a piețelor financiare. În teorie, piețele raționale ar fi trebuit să netezească drumul unei tranziții de regimuri valutare. În schimb, piețele s-au transformat într-o „bilă de demolare” care a lovit economie după economie; unele, precum economia Hong Kongului, au rămas în mare neatinse, dar au fost aproape distruse de mișcarea de întoarcere a bilei.²¹

În sfârșit, deși Soros se ținuse departe de implicarea Occidentului în dezvoltarea financiară a Rusiei de la sfârșitul anilor 1990, a permis ca unele dintre fondurile Soros să participe. (Având de administrat 6 miliarde \$, Fondul Soros nu mai era entitatea strict controlată care fusese cu zece ani înainte.) El însuși avea speranțe foarte mari în legătură cu viitorul Rusiei, dar creșterea activităților sale bazate pe fundații în Rusia l-au făcut să evite orice aparență de conflict. Nu fără emoții, a făcut într-un final o investiție majoră într-o companie rusească de telefonie, proaspăt privatizată – în fond, vorbea de mult timp despre importanța capitalului privat în reconstruirea Rusiei. Din păcate, ceea ce ar fi putut fi o întreprindere de succes s-a transformat rapid într-o bătălie aspră pentru control între organizații rivale de oligarhi. „Am fost naiv”, s-a mulțumit el să spună.²² Războiul între mafii continuă și acum, crede el, deși în prezent bătălia se dă între oligarhi și *siloviki*, „oamenii duri” ai KGB-ului care au preluat controlul asupra guvernului, odată cu Vladimir Putin.

Druckenmiller era extenuat de crizele valutare și s-a retras din Fondul Soros în 2000. La acea dată, Soros avea 70 de ani și nu își dorea să redevină administrator cu normă întreagă al fondului. În schimb, și-a reconfigurat fondurile în diverse instrumente de investiții gestionate într-o manieră conservatoare, care necesitau doar în mică măsură supraveghere personală din partea sa. Dar când la orizont a apărut amenințarea recente crize a creditelor, a revenit la administrarea primară a Fondului Soros în 2007. Era evident că nu-și pierduse îndemânarea. În 2007 s-a numărat printre cei mai performanți investitori, și cu cele mai mari câștiguri, iar la sfârșitul lui 2008 mi-a spus că rezultatele lui rămăneau în continuare cât se poate de prospere.

În prezent, intrat bine în cea de-a opta decadă a vieții sale, Soros a devenit o adevărată „vedetă” internațională. Încă de când era tânăr, la Londra, când lucra pe unde apuca și încerca să ajungă la universitate, se considera o figură oarecum „mesianică” și „divină” – după spusele lui – aproape savurându-și poziția de jos, de la baza ierarhiei britanice, datorită convingerii sale că va ajunge cumva pe cea mai înaltă treaptă a ei.

În prezent, este consultat frecvent în chestiuni de interes public, în special în problema actualei crize financiare. Cărțile sale – a scris nouă în total – sunt mereu în topurile de vânzări, iar comentariile sale apar cu regularitate în cele mai importante publicații din domeniul financiar. Importanța sa este sporită de rolul filantropic major pe care și l-a asumat în ultimii treizeci de ani. Spre deosebire de numeroși finanțiști, el poate vorbi cu o înțelegere profundă despre sărăcie, inegalitate și nedreptate. De aceea, înainte de a vedea recomandările lui pentru a face față actualei crize financiare, iată și o scurtă schiță a acțiunilor sale filantropice.

Filantropul

Soros se afla la mijlocul carierei sale și se apropia de anii celor mai mari câștiguri atunci când a început să întreprindă acțiuni filantropice; dar după 20 de ani deja superviza una dintre cele mai importante și, probabil, cele mai de succes fundații din lume. Rolul său remarcabil în accelerarea procesului de desovietizare a Europei Centrale l-a transformat într-un jucător major pe scena mondială. Morton Abramowitz, director al institutului Carnegie Endowment for International Peace, l-a numit „singurul om din Statele Unite care are propria politică externă și care poate să o implementeze”.²³

Primele sale incursiuni au fost cele specifice unui newyorkez bogat – donații către companii de dans modern sau pentru refacerea Central Park. Însă spre sfârșitul anilor 1970, la aproape 50 de ani, trecut printr-un divorț, câștigând foarte mulți bani și meditănd cu seriozitate, pentru prima dată, la ceea ce voia să facă mai departe în viață, a început să se gândească mai sistematic la filantropie și a hotărât să pună la bătaie 3 milioane \$ pe an pentru cauze filantropice.

Dar exact ca în cazul investițiilor, Soros nu dorea să facă nici un pas important fără o ipoteză – care era scopul filantropiei? A descoperit răspunsul la această întrebare folosindu-se de aceeași perspectivă a lui Popper, pe care o utilizase și pentru a-și dezvolta înțelegerea asupra lumii investițiilor – ajungând chiar să-și numească fundația Institutul pentru o Societate Deschisă. După cum a explicat în conversațiile publicate cu Wien și Koenen:

În opinia mea, societatea deschisă se bazează pe recunoașterea faptului că noi toți acționăm în baza unei înțelegeri imperfecte. Nimeni nu este stăpânul adevărului absolut. De aceea, avem nevoie de o gândire critică; avem nevoie de instituții și reguli care să le permită oamenilor cu opinii și interese diferite să trăiască laolaltă în pace; avem nevoie de o formă de guvernare democratică, menită să asigure un transfer ordonat al puterii; avem nevoie de o economie de piață care oferă reacții directe și permite ca greșelile să fie corectate; trebuie să protejăm minoritățile și să respectăm opiniile minoritare. Mai presus de orice, avem nevoie ca legea să stăpânească.²⁴

Primul său pas în privința investițiilor în „societatea deschisă” a fost făcut în Africa de Sud în 1979, prin finanțarea unor burse universitare pentru tinerii de culoare promițători, dar i-a pus capăt după ce a descoperit că universitatea absorbea o mare parte din acele fonduri pentru scopuri generale.

Începutul anilor 1980 a marcat o perioadă de tensiuni extreme, pe parcursul Războiului Rece, iar mișcările disidente, în special ale evreilor, deveneau tot mai vizibile. Agenda disidenților se potrivea bine cu aspirațiile lui Soros de a ajuta la extinderea societăților deschise, în timp ce originile sale est-europene, combinate cu averea sa impresionantă, îl transformau într-un model la scară reală a unei lumi eliberate de sub mîna represivă a aparatului comunist.

Era totodată și o perioadă a oportunităților. În schimbul mult-așteptatei recunoașteri a granițelor naționale în forma lor de după cel de-Al Doilea Război Mondial, Uniunea Sovietică și sateliții săi din Europa de Est au semnat în 1975 Acordul de la Helsinki, care includeau printre prevederi și standarde legate de drepturile omului. În consecință, la New York a fost înființată organizația Helsinki Watch, care urmărea respectarea de către statele sovietice a acestui acord. Soros a început să participe la ședințele regulate ale Helsinki Watch, devenind un susținător major al organizației, pe măsură ce aceasta își extindea acoperirea geografică și se transforma în Human Rights Watch. Aryeh Neier, director fondator al Helsinki Watch, a devenit în cele din urmă președinte al Institutului pentru o Societate Deschisă (Open Society Institute) al lui Soros.

Posibilitatea de a oferi pe loc un cec este un mare avantaj pentru un filantrop. Odată, în Ungaria, Soros și-a șocat gazdele, care până atunci cerșiseră subvenții de mii de dolari de la grupuri occidentale pentru drepturile omului, oferindu-le 1 milion \$ – și nu drept donație, așa cum s-a crezut inițial, ci ca indemnizație anuală. Spre mijlocul anilor 1980, canaliza banii către mișcări pentru drepturile omului și grupuri disidente din întregul bloc estic, inclusiv Solidarnost din Polonia. Unul dintre cele mai mari succese ale sale l-a înregistrat în Ungaria, unde a copleșit universitățile cu copiatoare moderne, întrerupând astfel monopolul statului asupra serviciilor de copiere – care includea și monitorizarea exactă a celor care făceau copii și a conținutului copiat.²⁵

Cel mai mare eșec al său a avut loc, probabil, în fosta Uniune Sovietică. A cheltuit sute de milioane, ajungând ca, la un moment dat, să susțină de unul singur crema savanților sovietici în timpul harababurii care a urmat căderii Partidului. Toate aceste eforturi, asemenea investițiilor sale, au fost înghițite în războaiele dintre oligarhi. O serie de fundații rusești de anvergură locală, finanțate de Soros, au reușit să rămână cât de cât în formă pe parcursul anilor 1990, dar, ulterior, toate au fost închise când Putin a început să conducă națiunea înapoi spre tradițiile sale țariste, dacă nu chiar staliniste.

În mod remarcabil, toată această activitate s-a desfășurat într-o perioadă în care fundația nu avea aproape deloc personal. Soros se ocupa de călătorii

și de deciziile politice, similar modului în care își gestiona fondurile. Tot în această perioadă era implicat și în dificilele activități investiționale pe care le descrie în *Alchimia finanțelor*. Practic, singura persoană care a lucrat cu el în cea mai mare parte a acelei decade a fost cea de-a doua soție, Susan, care înțelegea seria de angajamente ce putea urma vreuneia dintre operațiile globale ale lui George.

În pofida eșecurilor recunoscute, după standardele filantropiei, Institutul pentru o Societate Deschisă a reprezentat un succes important. În prezent este o organizație de foarte mare amploare, cu donații de 6 miliarde \$ până la sfârșitul anului 2007, întreaga sumă provenind de la Soros și cu o rată de distribuire foarte generoasă – de regulă, peste 400 de milioane \$ anual²⁶. Dezvoltarea sa a fost facilitată de scepticismul adânc înrădăcinat al lui Soros față de „conceptele mari” și de importanța pe care o atribuie ideilor competitive. În loc să opereze ca un sediu global univoc, după modelul unei Fundații Ford sau Rockefeller, există fundații sau prezențe ale Societății Deschise, cvasiindependente, în 60 de țări. Deși tematica programelor este variată – justiție, open-media, drepturile femeilor, progrese în educație, drepturi de proprietate (prin programe de asigurare de locuințe și altele asemănătoare), boli infecțioase – toate sunt aduse laolaltă mai puțin prin elaborarea de programe și mai mult prin angajamentul față de valorile pe care Soros le-a enumerat în conversațiile cu Wien și Koenen.

Soros, despre reglementare

Soros crede cu tărie în piețele libere și în comerțul liber, dar crede și că există caracteristici speciale ale piețelor *financiare*, care le fac deosebit de vulnerabile la formarea de bule. Produse precum petrolul, care sunt utilizate în procese de producție, au o limită strictă a valorii lor potențiale. (E posibil să fi existat o bulă pe piața petrolului în 2008, dar s-a terminat în doar câteva luni.) În schimb, evaluarea instrumentelor financiare este restrânsă doar de imaginația celor care alcătuiesc piața. Termenul de „credit” provine din cuvântul latinesc „credință”. Dacă finanțistii cred că activele merită finanțate, prețurile lor vor crește, iar acestea pot fi utilizate ca garanții pentru a achiziționa și mai mult capital într-un ciclu care se amplifică singur. Încrederea tot mai mare duce la relaxarea standardelor de creditare și la un mai mare grad de îndatorare, amplificând elanul de creștere a prețurilor. Cercetările științifice au subliniat recent caracterul puternic „prociclic” al piețelor financiare, care fac parte din ceea ce Soros adoptă sub conceptul său de reflexivitate*.

* Recentă bulă a creditelor cuprinde numeroase exemple de caracter prociclic. De exemplu, deși băncile comerciale mențin, de regulă, o rată constantă a raportului între creanțe și capital pe tot parcursul unui ciclu de tipul *boom and bust*, gradul

Recenta criză a creditelor reprezintă, după părerea lui Soros, sfârșitul unei superbule de 60 de ani legată de crearea de credite²⁷. Datoria globală este în prezent aproximativ de patru ori mai mare decât P.I.B.-ul global, în timp ce valorile teoretice ale derivatelor restante sunt cel puțin de două ori mai mari decât datoria totală. (Instrumentele financiare reprezintă drepturi asupra unor bunuri reale, în timp ce derivatele sunt, de regulă, drepturi asupra unor instrumente financiare.) Raporturile în cazul Statelor Unite, care reprezintă o mare parte a datoriei mondiale, sunt și mai ridicate.

Soros indică trei cauze ascunse ale dezvoltării sistemului de credite. Prima, care datează din anii 1930, reprezintă angajamentul tacit al băncilor centrale de a absorbi creanțele irecuperabile ale băncilor membre. Acel „transfer” tacit către guvern constituie un risc moral clasic ce încurajează acordarea de împrumuturi imprudente. Celelalte două cauze de bază datează dintr-o perioadă mai recentă. Extinderea comerțului și globalizarea piețelor financiare, precum și disponibilitatea națiunilor în curs de dezvoltare de a menține rezerve foarte mari în dolari au permis Statelor Unite să opereze cu deficite de cont internaționale foarte mari. (Soros consideră „rușinos” faptul că cea mai bogată națiune din lume este cea care a luat cele mai mari împrumuturi.) A treia cauză de bază este faptul că, începând cu 1980, organele de reglementare financiară din SUA practic au abdicat.

El recunoaște că nu mai există cale de întoarcere odată ce transferul tacit al activelor irecuperabile către guvern a fost acceptat: „Să recunoaștem: atunci când sistemul financiar este pus în pericol, autoritățile trebuie să cedeze... [astfel încât] instituțiile implicate în crearea de credite trebuie să accepte faptul că sunt protejate de autorități. Prin urmare, trebuie să plătească un preț pentru asta”²⁸ – ceea ce înseamnă un control mult mai strâns asupra îndatorării și calității activelor, și profituri și bonusuri mai scăzute.

Recomandările lui Soros în privința reglementărilor financiare interne ar putea fi implementate fără prea multe legi noi. Să se mențină un control strâns asupra gradului de îndatorare, în special în cazul băncilor comerciale, și să se asigure că toate expunerile se regăsesc în bilanț. În special, să nu se permită băncilor să-și asume expuneri în baza unor instrumente pe care managerii seniori nu le înțeleg, ceea ce ar putea include o mare parte din inovațiile financiare ale ultimilor câțiva zeci de ani. După cum spune Soros:

Când spun asta vorbesc împotriva propriilor mele interese și predilecții personale. Sunt un om al piețelor și detest restricțiile birocratice. Încerc să găsesc

de îndatorare la „băncile din umbră” – brokeri, capitaluri private și fonduri speculative etc. – care au dominat în ultima vreme împrumuturile tinde să crească în perioadele de urcare și să se contracte în cele de coborâre, adăugându-se la excesele de pe ambele sensuri.

mijloace de a le evita. De exemplu, limitez numărul de fonduri pe care le consiliesc, pentru a nu fi nevoit să mă înregistrez la SEC [Comisia Valorilor Mobiliare din SUA]. Dar eu cred sincer că piețele financiare sunt inerent instabile; și recunosc și faptul că reglementările sunt inerent imperfecte: de aceea, în ultimă instanță, stabilitatea depinde de un joc de-a șoarecele și pisica între piețe și organele de reglementare. Dată fiind incapacitatea organelor de reglementare, o oarecare reușită constă în reducerea spectrului și a vitezei de apariție a inovațiilor financiare.²⁹

El atribuie multe dintre cele mai recente eșecuri ale reglementărilor încăpățănării de a susține că piețele se supun unor legi științifice. „Greșeala monetarismului”, a spus el, „constă în convingerea conform căreia dacă reglementezi banii, ai reglementat și creditul. Nu e adevărat. Disponibilitatea de asumare a îndatorării sau de reducere a ei reprezintă o variabilă separată. Nu trebuie să ne gândim separat la bani și la instrumente de credit”. Crahul *dot-com*, a explicat el, a fost „o bulă a acțiunilor”. Autoritățile ar fi trebuit să intervină pentru a încetini emiterea de noi acțiuni, crede el, ceea ce ar fi fost ușor de făcut pentru SEC. Înainte de apariția teoriilor despre piețele eficiente, a spus el, autoritățile obișnuiau să trimită băncilor circulare în care le cereau acestora să reducă creditele pentru construcții sau să înăsprească acordarea de credite de consum. „Se înșelau adesea, dar știau că s-ar putea înșela, iar dacă strategia nu funcționa, aveau s-o schimbe. Eu cred că a funcționat mai bine”. Regula *uptick* legată de vânzarea fără acoperire este un exemplu bun de „regulă rațională irațională. Poate că nu e logică, dar a funcționat. Ar trebui reimplementată”.³⁰

Recomandări pentru administrația Obama

Soros a pregătit recent un set de propuneri detaliate menite să accelereze revenirea din actuala recesiune. Există cinci propuneri, dintre care una legată de politica economică. Cu un an în urmă, cei mai mulți oameni le-ar fi considerat destul de radicale, dar în prezent ele se încadrează fără probleme în ceea ce poate fi numit curentul activist principal. Sumarul de mai jos îmi aparține și este extras dintr-o copie în avangardă a lucrării lui Soros *Criza creditelor din 2008 și implicațiile ei*, o actualizare a cărții sale anterioare, *Noua paradigmă a piețelor financiare* (2008).

Programul său de reformă cuprinde cinci elemente:

1. Un stimulent fiscal
2. O revizuire a sistemului ipotecar rezidențial
3. Recapitalizarea băncilor
4. O nouă politică în domeniul energiei
5. Reforma sistemului financiar internațional

Stimulentul. Programul de stimulare era deja în desfășurare la data la care el scria *Criza creditelor din 2008*. În mod evident, Soros consideră că existența în sine a unui stimulent este mai importantă decât detaliile sale. Nici un stimulent nu poate face mai mult decât să tempereze scăderea activității economice, dar cu cât se reiau mai repede fluxurile de numerar, cu atât mai bine.

Creditele ipotecare pentru locuințe. Un element esențial al reformei creditelor ipotecare pentru locuințe, crede Soros, ar fi de a impune obligația ca inițiatorul să își asume riscul pierderilor din credit. Modelul său favorit este sistemul danez, în care inițiatorii ipotecii pot securiza creditul ipotecar prin crearea de obligațiuni ipotecare, dar trebuie să înlocuiască în fondul de garantare creditele ipotecare care nu mai pot fi plătite. (Prin vânzarea obligațiunilor, banca monetizează viitorul flux de plăți ale dobânzii și transferă riscul ratei dobânzii, dar nu și riscul de credit, către cumpărătorul obligațiunii.) Sistemul danez este suficient de bine pus la punct pentru a funcționa fără probleme și fără susținere din partea guvernului. O caracteristică interesantă este faptul că un proprietar de locuință poate stinge o ipotecă prin înlocuirea ei cu o obligațiune ipotecară echivalentă.*

Ca un prim pas în direcția acestui sistem, Soros propune ca Fannie Mae și Freddie Mac să adopte un contract ipotecar de tipul celui danez și să îl utilizeze atât pentru noile credite ipotecare, cât și pentru refinanțarea celor vechi, după termeni uniformi și standardizați. În viziunea lui Soros, odată ce piața creditelor ipotecare private a fost restabilită (și trecută sub reglementări corespunzătoare), Fannie și Freddie, sau o agenție guvernamentală echivalentă, s-ar retrage în rolul de asigurator. În timp, prevede el, nevoia de asigurare ar putea fi eliminată în mai mulți pași, după cum s-a întâmplat și în Danemarca. După părerea lui, guvernul ar putea implementa acest program fără legislație.

Recapitalizarea băncilor. Soros nu prezintă pentru acest element un plan la fel de detaliat ca cel pentru finanțele ipotecare. El consideră că actuala descreștere economică poate fi la fel de gravă ca Marea Criză și crede că sistemul bancar are nevoie de o supraveghere și o reglementare considerabil mai cuprinzătoare. În același timp, însă, el speră că băncile nu vor fi obligate să îmbrace „cămașa de forță” care le-a fost impusă după Marea Criză.

* Dacă dobânzile cresc, atât prețurile obligațiunilor, cât și prețurile locuințelor scad. În Statele Unite, consecința e că proprietarii de locuințe rămân adesea blocați în locuințele lor curente. Dar în Danemarca, proprietarul de locuințe poate profita de scăderea prețurilor pentru a scăpa de ipotecă prin achiziționarea unei obligațiuni echivalente la prețul scăzut de pe piață și pentru a înlocui ipoteca inițială cu această obligațiune. Poziția deținătorilor de obligațiuni nu este afectată.

Soros consideră că orice entitate care are puterea de a crea credite trebuie supusă unor reglementări. Marja variabilă, capitalul minim obligatoriu și directivele băncii centrale asupra canalizării creditelor sunt instrumente de politică agreeate în trecut și pe care el și-ar dori să le vadă reimplementate. Toate instrumentele financiare trebuie să fie autorizate și supervizate pentru a se asigura că sunt transparente și sigure. Regulile privind indicii de îndatorare trebuie să asigure marje de siguranță confortabile. Instituțiile mamut, crescute exagerat, cu profituri mult prea mari, care au dominat piețele pe parcursul ultimilor zece ani, trebuie reduse în dimensiuni, iar organele de reglementare trebuie să colaboreze pentru a realiza o trecere treptată spre o supraveghere reglementatoare transfrontalieră.

În viitorul apropiat, principala dificultate politică va fi de „a contracara prăbușirea creditului prin crearea de bani, ștergerea datoriilor irecuperabile și recapitalizarea băncilor. Apoi, când și dacă acest proces reușește, excesul de bani disponibili va trebui retras imediat ce creditele se pun în mișcare” – ceea ce, recunoaște el, va fi extraordinar de dificil.

El propune ca secretarul Trezoreriei să orchestreze o evaluare a activelor toxice după standarde uniforme. Dacă o bancă este evaluată și, să presupunem, se constată că nu este capitalizată corespunzător, același audit urmează a fi utilizat pentru a estima o ofertă de capital, care va fi înaintată mai întâi sectorului privat, iar eventualele emisii nevândute vor fi preluate de Trezorerie. După recapitalizare, sugerează el, activele toxice vor fi plasate într-un „buzunar lateral” al băncii, capitalizate la valoarea stabilită prin audit, fără alte ajustări pe durata existenței lor. Din acel moment, băncile își pot relua activitatea în termeni comerciali normali. Soros sugerează totodată ca, după finalizarea recapitalizării, capitalul minim obligatoriu să fie redus temporar pentru a stimula și mai mult acordarea de împrumuturi – ceea ce ar contribui și la contracararea retragerii plănuite a stimulului monetar guvernamental în exces. Planul lui ar presupune și ca atât proprietarii de acțiuni, cât și deținătorii de obligațiuni să renunțe la participațiile lor înainte ca fondurile guvernamentale de salvare să devină disponibile (deținătorii de obligațiuni au fost foarte protejați în cursul actualei runde de salvări de la faliment.)

Politica în domeniul energiei. Soros cere atât impunerea unei taxe pe carbon (sau a unui sistem *cap and trade*), cât și a unei taxe pe petrolul importat, pentru a crea un prag minim pentru prețurile la energia bazată pe carbon. Aceste măsuri de descurajare a surselor pe bază de carbon ar merge mână în mână cu investiții substanțiale legate de conservare, surse regenerabile de energie și surse alternative.

Reforma financiară internațională. Soros este îngrijorat la gândul că haosul financiar care a pornit din Statele Unite va avea cel mai devastator efect asupra

economiilor „mărginașe“, ce abia au început să se dezvolte. Instituția fondată pentru crizele financiare de amploare mondială, care este Fondul Monetar Internațional, este ea însăși săracă în fonduri, în mare parte din cauza pornirii dușmănoase a administrației Bush împotriva agențiilor internaționaliste.

El cere următoarele:

1. O acțiune combinată a țărilor mai bogate pentru a dona facilitățile lor de drepturi speciale de tragere (SDR) pentru constituirea unui fond de rezervă din care să se poată alimenta țările mai sărace pentru a extinde fondurile de bani disponibile pe plan internațional.
2. Consolidarea actualei facilități FMI de Creditare pe Termen Scurt (STL), care în prezent este restrânsă, prin extinderea actualelor cote limite și prin contribuții monetare din partea țărilor mai bogate.
3. Un set de acțiuni menite să faciliteze accesul țărilor mărginașe la piețele de capital, inclusiv garanții din partea țărilor mai bogate pentru emisiile de obligațiuni ale țărilor mărginașe, extinderea actualelor linii de *swap* valutar, și altele.
4. Acțiuni internaționale urgente în direcția unificării reglementărilor, coordonării politicilor macroeconomice și stabilizării fluctuațiilor de preț ale mărfurilor.

Comentariul său, în final, este: „Rămâne de văzut dacă vreuna dintre ideile prezentate aici este adoptată ca politică.“ Această frază denotă o așteptare resemnată a faptului că e probabil să nu se întâmple asta.

Notă privind contractele credit default swap

Soros are o părere categorică în ceea ce privește reglementarea contractelor credit *default swap*, sau CDS-uri, una dintre cele mai importante – și cele mai controversate – inovații financiare recente, pe care el le consideră „capitaluri toxice“. Am ales să prezint punctul său de vedere în această notă separată pentru a putea oferi suficiente informații de context legate de aceste instrumente și de raționamentul lui Soros, fără a întrerupe firul narativ al capitolului. Contractele CDS sunt privite, de regulă, ca o formă de asigurare pentru instrumentele financiare. Volumul de instrumente cuprinse în contractele CDS a crescut vertiginos de la aproximativ 1 trilion \$ la sfârșitul secolului la 65 de trilioane \$ până în 2007. De atunci, efortul organizat al industriei de a elimina *swap*-urile compensatoare le-a scăzut valoarea speculativă la aproximativ jumătate, ajungând la peste 30 de trilioane \$. Câteva pierderi spectaculoase recente, precum cele care au determinat prăbușirea gigantului în asigurări AIG, au avut legătură cu contractele credit *default swap*.

Contractele CDS au apărut inițial ca instrument folosit de bănci pentru managementul portofoliilor. Să presupunem că o bancă americană decide că este insuficient expusă la credite în Asia de Sud-Est. Metoda veche pentru soluționarea acestei probleme ar fi fost achiziționarea unor sucursale de bănci asiatice sau parteneriatul cu o bancă locală. Un contract CDS poate scurtcircuita acest proces. În schimbul unui comision, banca americană va oferi garanții pentru orice pierderi dintr-un portofoliu de credite deținut de banca asiatică și va primi dobânzile și comisioanele aferente acestor credite. Banca asiatică va continua să ofere serviciile de creditare, astfel încât clienții săi locali nu vor observa schimbarea, dar banca asiatică, în jargon nespecializat, și-a cumpărat de fapt „asigurare“ pentru portofoliul său de risc, eliberând capital de reglementare pentru extinderea afacerii.

Pentru marii deținători de obligațiuni și alte instrumente de creditare, a fost ușor să treacă la utilizarea contractelor CDS pentru a se proteja împotriva pierderilor. Managerul unui fond de pensii cu un portofoliu mare de credite ipotecare putea achiziționa asigurare împotriva riscului de neplată sub forma unui contract CDS, încheiat de regulă cu o bancă sau o companie de asigurări. Pentru vânzător, avantajul constă în faptul că urmează să obțină comisioane investind un capital foarte mic. De regulă, vânzătorii trebuie să prezinte garanții în sprijinul obligației lor de asigurare, dar cele mai mari bănci dealer și alte companii financiare foarte prestigioase sunt scutite, în general, de obligațiile legate de garanții. Obligația de a prezenta garanții a fost adesea neglijată sau chiar ignorată și în cazul altor jucători, deși, conform informațiilor existente, respectarea acestor obligații a fost impusă mult mai strict în ultimii ani. Înainte de prăbușirea creditelor din 2007, deținătorii de obligațiuni erau adesea în situația în care puteau achiziționa protecție pe obligațiunile lor pentru mai puțin decât randamentul lor, rezultând un „report negativ“ sau producând randamente pozitive fără asumarea vreunui risc.

Dar motivul principal care a determinat explozia volumului de contracte CDS constă în faptul că reprezintă un intermediar util în vânzarea și cumpărarea de obligațiuni. Să vinzi protecție pentru o obligațiune de corporație presupunea să-ți asumi riscul de neplată a obligațiunii și să primești comisioane apropiate de randamentul său – adică să te afli în aproape aceeași poziție ca și în cazul în care ai fi cumpărat obligațiunea, cu diferența că ai investit mult mai puțini bani. În schimb, cumpărarea protecției îți dă mână liberă spre obligațiunile cu scadență curentă, similar felului în care ai cumpăra o opțiune plasată la bursă (dreptul de a vinde acțiuni la un anumit preț). Dacă prețul obligațiunii scade, așa cum a anticipat traderul că se va întâmpla, valoarea contractului său CDS va crește.

Dar criticile împotriva contractelor CDS sunt numeroase, și pe bună dreptate. În primul rând, contractele CDS sunt încheiate „pe sub tejghea“ și nu printr-un schimb oficial. Deși procesele progresează, tranzacțiile se încheie

individual între părți, astfel încât termenii tranzacției și calitatea registrelor și documentelor pentru audit variază considerabil, ceea ce ar putea complica foarte mult efectele de dislocare a pieței. În prezent se fac eforturi pentru a transfera contractele CDS la bursă, dar progresele sunt lente, iar pentru unele dintre formele mai populare soluția s-ar putea dovedi neaplicabilă din motive tehnice.

Mai mult, contractele CDS amplifică rata invizibilă de îndatorare. Să presupunem că o firmă încheie un contract CDS care oferă protecție pentru un portofoliu de credite de 100 de milioane \$ și prezintă în întregime garanția de 10 milioane \$ cerută de ratele curente de pe piață. Poziția este practic similară cu achiziționarea obligațiunii cu un raport de îndatorare 10:1. Dar acel grad de îndatorare nu va fi vizibil în bilanț. Dezvoltarea extraordinară a contractelor CDS nu a ținut efectiv de cumpărarea și vânzarea unei protecții; ea s-a datorat faptului că aceste contracte CDS creau un mediu destul de lichid, cu grad de îndatorare ridicat, pentru tranzacțiile cu obligațiuni și credite. Unul dintre motivele pentru care datoriile anulate ale băncilor au atins sume șocant de mari a fost acela că bilanțurile de la cele mai multe bănci importante cuprindeau un volum masiv de îndatorare invizibilă creată prin inovații precum contractele CDS.

Și mai îngrijorător este faptul că piețele contractelor CDS au ajuns la apogeu atunci când riscul de neplată a obligațiunilor atinsese cele mai scăzute valori din istorie. Se vindea protecție împotriva unui risc foarte vag, cum ar fi obligațiuni structurate susținute de credite ipotecare subprime. În timp ce băncile mari care tranzacționau contracte CDS își minimalizau riscurile menținând un echilibru între achiziții și vânzări, existau zvonuri despre jucători de pe piață, în special fonduri speculative, care erau vânzători importanți de protecție netă. Falimentul grupului AIG a fost cauzat de pierderile masive din vânzarea de protecție neacoperită. Chiar presupunând că s-ar impune o respectare mai strictă a obligațiilor legate de garanții, o răspândire pe scară largă a obligațiunilor eșuate ar putea, foarte probabil, să determine prăbușiri pe scară largă a contractelor CDS, ceea ce ar fi devastator.

Dar Soros subliniază și un alt aspect care îi susține convingerea legată de toxicitatea contractelor CDS. Pe toate piețele de capital, există asimetrii între achiziții și vânzări. Dacă vinzi acțiuni fără acoperire (adică vinzi acțiuni pe care nu le deții), câștigi dacă acțiunile scad, dar câștigurile totale nu pot depăși prețul de vânzare (prețurile acțiunilor nu pot scădea sub zero). Pe de altă parte, dacă pierzi din cauză că prețurile acțiunilor cresc înainte de a vinde, pierderile tale sunt, teoretic, potențial infinite. Această asimetrie se inversează atunci când achiziționezi acțiuni. Jucătorul care vinde are un câștig potențial mai mare. El poate să-și piardă cel mult comisioanele, dar dacă o obligațiune eșuează, poate primi întreaga valoare nominală a obligațiunii. Însă jucătorul care cumpără va obține doar venituri din comisioane pe durata swap-ului, dar are de înfruntat pierderi potențial catastrofice atunci când obligațiunile eșuează. De fiecare dată

când asimetriile sunt în favoarea jucătorului care cumpără, susține Soros, se creează instabilitate pe piață, deoarece vor exista mai multe poziții scurte decât lungi, cu alte cuvinte, vor exista mai multe vânzări decât achiziții.

Transferarea contractelor CDS pe piața bursieră nu va rezolva problema, susține el. „Eu consider că ar trebui interzise“, cu excepția cazului în care cel care cumpără protecție deține cu adevărat obligațiunile pe care le asigură.³¹

Note

¹ Soros a inclus scene din copilărie în cele mai multe dintre cărțile sale. În plus, există două biografii ale lui Soros: Michael T. Kaufman, *Soros: The Life and Times of a Messianic Billionaire* (New York: Vintage, 2003), care a fost scrisă cu colaborarea lui Soros; și Robert Slater, *Soros: The Life, Times and Trading Secrets of the World's Greatest Investor* (New York: McGraw-Hill, 1997). Soros nu a colaborat la cartea lui Slater, dar autorul a discutat cu numeroși colegi și prieteni de-ai lui Soros. Citatul din acest alineat este preluat dintr-un interviu.

² Scurta prezentare a lui Popper îmi aparține, din Karl R. Popper, *The Open Society and Its Enemies*, a 5-a ediție, 2 volume (Princeton, NJ: Princeton University Press).

³ Revista *Time*, 31 decembrie 1965.

⁴ Walter Heller, *New Dimensions of Political Economy* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1966), pag. 66.

⁵ George Soros, interviu cu autorul.

⁶ George Soros, *The Alchemy of Finance* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2003), 68.

⁷ George Soros, interviu cu autorul.

⁸ *Ibidem*.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ Dacă nu se menționează altfel, această secțiune, incluzând citatele, este extrasă din cartea lui Soros, *Alchemy*, pag. 145–315.

¹¹ Pentru context, vezi Mathias Zurlinden, „The Vulnerability of Pegged Exchange Rates: The British Pound in the ERM“, Federal Reserve Bank of St. Louis (septembrie-octombrie 1993).

¹² George Soros, interviu cu autorul.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ *Financial Times*, 25 octombrie 1992.

¹⁶ Kaufman, *Soros*, 141; Soros, interviu cu autorul.

¹⁷ George Soros cu Byron Wien și Krisztina Koenen, *Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 1995).

¹⁸ Citat în Kaufman, *Soros*, pag. 140.

¹⁹ George Soros, *Open Society: Reforming Global Capitalism* (New York: PublicAffairs, 2000), pag. 233.

²⁰ Citate din Druckenmiller preluate din Kaufman, *Soros*, pag. 141–144.

²¹ Soros, *Open Society*, pag. 215–218.

²² Soros, interviu cu autorul.

²³ Citat în Kaufman, *Soros*, pag. 165.

²⁴ Soros, *Soros on Soros*, pag. 112–113.

²⁵ Soros relatează foarte bine acest episod în cartea sa *Underwriting Democracy* (New York: Free Press, 1991).

²⁶ Informații curente de la Institutul pentru o Societate Deschisă, Soros Foundations Network Report, 2007 (New York: OSI, 2008); Kaufman, *Soros*, cuprinde o bună descriere a activităților filantropice.

²⁷ Dacă nu se menționează altfel, această secțiune este bazată pe interviuri și materiale nepublicate, puse la dispoziție de Soros.

²⁸ George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means* (New York: PublicAffairs, 2008), pag. 144.

²⁹ Soros, *Open Society*, pag. 294.

³⁰ George Soros, interviu cu autorul.

³¹ *Ibidem*.

BUFFETT

ANUL 1984 A MARCAT ANIVERSAREA A 50 DE ANI de la publicarea cărții care reprezintă, poate, cea mai cunoscută lucrare despre investiții din lumea întreagă: *Security Analysis* de Benjamin Graham și David Dodd. Dat fiind faptul că lucrarea a fost scrisă pe vremea când autorii predau la Universitatea Columbia, aceasta a sărbătorit evenimentul prin sponsorizarea unui simpozion ce îi aducea față în față pe Warren Buffett, cel mai cunoscut exponent al teoriei Graham-Dodd, și pe Michael Jensen, profesor la acea vreme la Universitatea din Rochester și unul dintre principalii susținători ai teoriilor Școlii din Chicago privind piețele eficiente.

Graham, membrul mai în vârstă al echipei Graham-Dodd, este cunoscut drept „părintele analizei valorilor mobiliare“. În anii 1920 fusese un copil-minune pe Wall Street, înainte ca firma sa să fie aproape distrusă de Marele Crah. *Security Analysis* a fost o încercare de a extrage învățămintele din acea experiență. Graham ridiculiza sloganele de investiții fără conținut, care erau considerate înțelepte înainte de 1929, de genul: „Alege acele companii individuale care au cele mai mari șanse de a se dezvolta rapid.“¹ În schimb, el pleda pentru o analiză riguroasă a ceea ce se putea afla cel mai ușor despre un potențial obiect de investiție – profiturile prognozate ale companiei și dobânzile/dividendele prognozate pe termen relativ scurt, activele sale corporale și raportul lor cu prețul investiției. Ceea ce cumpărai era o *companie*, insista el, nu o bucată de hârtie. Mai mult, un investitor prudent își rezerva întotdeauna o „marjă de siguranță“² considerabilă între ceea ce estima el a fi valoarea companiei și prețul pe care era dispus să-l plătească.

În schimb, teoreticienii Școlii din Chicago susțineau că prețurile de la bursă includeau întotdeauna toate informațiile disponibile despre toate acțiunile, așa că nimeni nu putea să păcălească de unul singur piața. Astfel că eventualele randamente exagerate ale investițiilor se bazau, cel mai probabil, fie pe noroc, fie pe informații din interior. Teoriile Școlii din Chicago au contribuit la direcționarea interesului spre investițiile bazate pe indicii de la bursă, precum și spre tehnici pronunțat matematice de administrare a portofoliilor de investiții.

Buffet a dat tonul discuției cu un experiment ipotetic.³ Să presupunem că toți cei 225 de milioane de locuitori ai SUA s-ar întrece într-un concurs de dat

cu banul, pariind pe 1 \$ că vor ghici fața corectă. Din moment ce toate rezultatele sunt întâmplătoare, modelul matematic presupune că, după zece aruncări, numărul de persoane rămase în concurs va fi de aproximativ 220 000, fiecare având câștiguri de peste 1000 \$ (fiecare dintre ei, a spus Buffett, lăudându-se cu „minunata înțelegere pe care o aduc în domeniul datului cu banul”). După douăzeci de aruncări, în concurs vor fi rămase doar 215 persoane, fiecare cu câștiguri de peste 1 milion \$ (și, a spus Buffett, scriind cu siguranță cărți despre *Cum am transformat un dolar într-un milion...*).

Profesorii de școală negativiști s-ar grăbi să arate că și urangutanii ar obține același rezultat. Și ar avea dreptate. Dar, a întrebat Buffett, „ce-ar fi dacă ați descoperi că 40 dintre ei provin de la o anumită grădină zoologică din Omaha... probabil că ați merge până acolo și l-ați întreba pe îngrijitor cu ce-i hrănește”. Despre cancer se crede în general că lovește la întâmplare, a continuat el, dar dacă epidemiologii descoperă o concentrație de cazuri în vreun orașel, regulile științei spun că „ați deveni foarte interesați în privința apei cu care se alimentează sau a ocupației celor atinși de boală. Fără a cunoaște cauzele, ați ști unde să căutați”.

Apoi a prezentat rapoarte de la nouă fonduri de investiții, toate administrate de oameni pe care îi cunoștea de mulți ani și care, fără excepție, respectau ghidul oferit de Graham – de la aceeași grădină zoologică, cum s-ar spune. Tabelul de mai jos prezintă atât profiturile societăților cu asociat unic, cât și

PROFITURI COMPUSE; PERIOADĂ COMPLETĂ (PROCENTAJE)

FOND	PERIOADĂ	S & P 500	Soc. asociat unic (GP)	MULTIPLE GP/S & P	Soc. comandită simplă (LP)	MULTIPLE LP/S & P
Nr. 1	28 ani	887	23 105	26,0	6679	7,5
Nr. 2	16 ani	239	1661	6,9	936	3,9
Nr. 3	12 ani*	153	2795	18,3	1593	10,4
Nr. 4	13 ani	270	Neraportat	Neraportat	775	2,9
Nr. 5	13 ani	97	1156	11,9	500	5,2
Nr. 6	19 ani	306	22 200	72,5	5530	18,1
Nr. 7	18 ani*	389	4277	11,0	2309	5,9

* Evaluarea performanțelor conform indicelui DJIA

a celor în comandită simplă, raportat la Indicele S&P500 sau indicele bursier Dow Jones Industrial Average pe o perioadă determinată pentru fiecare fond. (Două cazuri nu sunt prezentate; acelea erau fonduri de pensii, iar rezultatele erau exprimate doar prin clasări pe poziții înalte în clasamentul randamentelor fondurilor de pensii.)

Cu alte cuvinte, urangutanii de la această grădină zoologică au obținut rezultate *mult mai bune* decât ceilalți participanți la datul cu banul. Profiturile cumulative ale societăților cu asociat unic erau de 7 până la de 72 de ori mai bune decât indicii, în timp ce societățile în comandită simplă au avut rezultate mai bune de 3 până la de 18 ori. Rezultatele uniform de bune, a subliniat Buffett, nu se datorau faptului că toți făceau aceleași investiții. De fapt, puțini dintre ei aveau aceleași acțiuni, iar strategiile lor și concentrările pe sectoare prezentau diferențe considerabile. Unii, precum Buffett, dețineau acțiuni la un număr relativ mic de companii și erau acționari pe termen lung, în vreme ce alții aveau pachete mult mai variate și erau traderi activi.

Iar lotul prezentat nu fusese „aranjat” nicicum. Buffett nu a răscolit lumea investitorilor în acțiuni cu potențial pentru a găsi urangutanii norocoși. Acești manageri, în marea lor majoritate, se formaseră încă de la început sub doctrinele investiționale ale lui Graham sau ale discipolilor săi apropiați; păstrasera legătura de-a lungul anilor și respectau, într-o măsură mai mică sau mai mare, disciplinele privind analiza valorii teoretizate de Graham. Rezultatele, credea el, erau suficient de grăitoare, și nu înțelegea de ce școlile de afaceri refuzau cu încăpăținare să se ocupe de ele.

Restul discursului a fost unul clasic pentru Buffett.

Despre amplele studii econometrice asupra circulației acțiunilor pe piață Buffett declară: „Nu e neapărat vorba de faptul că aceste studii ar avea vreo utilitate; pur și simplu datele există, iar academicienii s-au străduit din greu să dobândească abilitățile matematice necesare pentru a opera cu ele. Odată ce aceste abilități au fost dobândite, pare de neiertat să nu te folosești de ele, chiar dacă utilizarea lor nu are nici o utilitate sau are doar o utilitate negativă.”

Despre lipsa de logică a momentelor de la bursă: „[Când] oamenii de afaceri cumpără afaceri... Nu cred că mulți dintre ei, atunci când iau o decizie legată de cumpărare, se gândesc și în ce zi a săptămânii sau a lunii va avea loc tranzacția... Nu înțeleg de ce academicienii investesc atâta timp și efort pentru a afla dacă într-adevăr contează când cumperi părți mici din aceleași afaceri.”

Despre riscuri și recompensă: „Dacă îți cumperi o bancnotă de un dolar cu 60 de cenți, e mai riscant decât dacă o cumperi cu 40 de cenți... În 1973, compania Washington Post era cotate pe piață la 80 de milioane \$. [Dar o valoare justă a activelor sale era] de nu mai puțin de 400 de milioane \$... Acum, dacă prețul pachetului de acțiuni ar fi scăzut și mai mult, până la... 40 de milioane \$ în loc de 80 de milioane \$, indicele său beta [volatilitatea] ar fi fost mai mare.

Iar cei care cred că indicele beta este o măsură a riscului, ar considera că prețul mai scăzut este un indicator al unui risc mai mare*. Ceea ce e cu adevărat demn de Alice în Țara Minunilor.“

Când Buffett și-a încheiat prezentarea, studenții l-au aplaudat în picioare. Asta a fost, într-un fel, simbolic. În acel moment, Buffett era exact pe punctul de a deveni un semizeu financiar, „Oracolul din Omaha“, aruncând în profesorii de finanțe cu săgețile sale simple și precise. Și mai important era că tocmai devenise miliardar.

Drumul tocilarului către bogăție

Warren Buffett s-a născut în Omaha, la aproximativ zece luni după Marele Crah Bursier din 1929, fiind al doilea din cei trei copii ai familiei și singurul băiat⁴. Tatăl său, Howard, era un agent de asigurări care devenise broker la bursă pentru o bancă locală și care, firesc, a rămas șomer atunci când banca s-a închis în 1931. Dar Howard era un om dârz, așa cum avea să fie și fiul său. Și-a deschis propria agenție de tranzacționare la bursă și chiar a câștigat bine în anii 1930, ajungând să prindă și patru mandate în Congres în calitate de republican dur, combatant al sindicatelor.

Warren a fost un copil neobișnuit: foarte inteligent, dar ciudat în societate și imatur până mult după adolescență; nu era bun la sporturile de echipă, dar era un jucător aprig de ping-pong; un singuratic, dar simțind nevoia de a-și ademeni prietenii și cunoștințele pentru a-i convinge să colaboreze la nume-roasele sale întreprinderi. Afacerile și banii au reprezentat o obsesie încă de la o vârstă fragedă – nu o obsesie în sensul josnic al cuvântului, ci în stilul unui

* Indicele „beta“ măsoară volatilitatea medie a prețului unui pachet de acțiuni. Acțiunile cu „beta scăzut“ au prețuri mai previzibile, drept pentru care sunt considerate a fi investiții mai puțin riscante decât acțiunile cu un indice beta ridicat. Gluma lui Buffett surprinde foarte bine diferența de perspectivă între un investitor în căutarea companiei ale cărei acțiuni au cel mai bun preț la vânzare și, de exemplu, un manager al unui fond de pensii care caută să-și construiască un *portofoliu* de active pe potriva unui set proiectat de pasive viitoare. Investițiile făcute doar de dragul de „a păcăli piața“, mai ales că managerii care o fac bine sunt relativ puțini, au adesea drept rezultat un *portofoliu* de pensii sau dotări care nu se potrivesc nicicum cu obligațiile pe care trebuiau să le finanțeze inițial. Teoriile Școlii din Chicago despre piețele eficiente s-au numărat printre ipotezele utile care au determinat o redirectionare a atenției managerilor, de la alegerea acțiunilor la probleme de administrare pe termen lung a *portofoliilor*. Dar ipotezele utile și interesante din punct de vedere intelectual tind să se cristalizeze într-o dogmă, în special în mediile academice și mai ales atunci când nu pot fi testate temeinic.

colecționar de artă sau al unui pasionat de jocuri video. La șase ani, vindea gumă de mestecat și sticle de Coca-Cola din ușă în ușă. În școala primară, distribuia ziare pe trasee demne de un adult. Când Warren avea doisprezece ani, unul dintre cunoscuții tatălui său i-a cerut să vândă excesul de acțiuni al unei firme de en-gros care nu mai mergea. Remarcabil în acest episod nu e faptul că Warren a efectuat tranzacția fără probleme, ci că omul de afaceri i-a propus acest lucru direct lui Warren – ca de la bărbat la bărbat – fără a discuta mai întâi cu tatăl său. În liceu, afacerile lui Warren includeau o franciză cu jocuri de pin-ball, o afacere cu mingi de golf uzate, publicarea unei fișe cu ponturi pentru curse și o fermă de 40 de acri în arendă, pe care o cumpăraseră cu 1200 \$. Warren a terminat liceul având un cont de economii de 5000 \$, ceea ce în ziua de azi ar fi echivalentul a aproximativ 53 000 \$.

Creierul lui Buffett era un organism de procesare a banilor evoluat până aproape de perfecțiune. Memoria sa aproape fotografică, ce cuprindea mari cantități de materiale financiare – manuale, rapoarte Moody's, situații financiare ale companiilor –, și fascinația sa pentru numere au o ușoară aură autistă. Copil fiind, umplea caiete întregi cu numerele de înmatriculare ale mașinilor care treceau, memora cifrele legate de populația orașelor, număra de câte ori apărea o anumită literă într-un text și, la vârsta de unsprezece ani, a fost aproape extaziat când a descoperit dobânda capitalizată într-o carte numită *One Thousand Ways to Make \$1000*.

După liceu, Warren a urmat cursurile institutului Wharton, care era la acea dată un colegiu de afaceri din cadrul Universității Pennsylvania. La Wharton s-a remarcat prin stângăcia sa în societate și prin atitudinea nesuferită din timpul cursurilor – după aproximativ o săptămână de la începerea lor, știa deja pe de rost toate manualele de afaceri și îi plăcea să-i corecteze pe profesorii care citau greșit din propriile lor cărți. Nemulțumit de Philadelphia, și-a încheiat cursurile la Universitatea din Nebraska. Nu a reușit să intre la Școala de Afaceri a Universității Harvard, drept pentru care a ales Columbia, s-a înscris la cursul lui Graham și și-a descoperit vocația.

Graham a observat rapid talentele excepționale ale lui Buffett în evaluarea pachetelor de acțiuni. Devorase fără excepție toate cazurile și exemplele din volumul lui Graham și Dodd și putea discuta în cunoștință de cauză despre aproape orice pachet de acțiuni de la bursă. A fost singurul student de la cursul de capitaluri care a primit nota maximă, iar Graham i-a oferit fără rețineri recomandări pentru angajare. Visul lui Buffett era acela de a se angaja la firma de investiții a lui Graham, numită Graham-Newman, dar Graham i-a explicat cu blândețe că, deoarece foarte puține firme de pe Wall Street angajau evrei, el își rezerva puținele posturi disponibile la firma sa pentru coreligionari.

Buffett s-a întors în Omaha, pe un post nesatisfăcător în firma de brokeraj a tatălui său. Deși, din lumea întreagă, Omaha era locul unde se simțea cu adevărat

acasă, el detesta cariera de broker. În primul rând, pentru că avea doar douăzeci și unu de ani (iar înfățișarea și comportamentul îl făceau să pară și mai tânăr), persoanele mai în vârstă ezitau să-i urmeze sfaturile. Apoi, se simțea întotdeauna îngrozitor atunci când cineva cumpăra un pachet de acțiuni la recomandarea sa, iar acestea coborau ulterior. În sfârșit, nu agreea conflictul de interese inerent brokerajului de bursă. Cei care aveau succes în vânzarea de acțiuni se concentrau pe vânzare, nu pe pachetul de acțiuni, iar cea mai mare parte a câștigurilor lor provenea din manipularea conturilor clienților, vânzând și cumpărând în permanență. Buffett se simțea mult mai confortabil investind pentru el însuși.

În pofida ezitărilor sale, după aproximativ un an se descurca foarte bine. Își formase o bază de clienți, în special dintre oamenii care îl cunoscuseră în timpul facultății. Un articol pe care l-a scris despre firma sa favorită de la bursă, GEICO, prima firmă de asigurări care opera prin poștă, i-a atras o ofertă de angajare de la unul dintre moștenitorii averii firmei Sears, Roebuck, dar obligațiile legate de Garda Națională l-au ținut acasă. Buffett preda un curs seral pentru adulți, despre investiții, la Universitatea din Omaha. Studenții se delectau aruncându-i nume de acțiuni cotate la bursă. Buffett citise, și înregistrase considerabil în memorie, toate cele 10 000 de pagini ale *Manualelor lui Moody* – analize financiare ce cuprindeau, practic, toate companiile cotate la bursă – și putea discuta în orice moment, și în profunzime, despre aproape oricare dintre ele. Se străduia să-și îmbunătățească abilitățile sociale, aplicând cu conștiinciozitate regulile din cartea lui Dale Carnegie, *Secretele succesului. Cum să vă faceți prieteni și să deveniți influent*, și participând la cursurile predate de Dale Carnegie. Peste toate astea, tociarulul și neadaptatul Warren se îndrăgostise de o tânără foarte apreciată și vioaie, Susie Thompson, fiica unui decan de la universitate. După o perioadă de curtare asiduă, spre surprinderea tuturor, cei doi s-au căsătorit în 1952.

Apoi, în 1954, a primit în sfârșit o ofertă de la Graham-Newman. Păstrase legătura cu ei în anii de după absolvire, purtând o corespondență scrisă în legătură cu unele recomandări la bursă și folosindu-se de orice ocazie pentru a merge la New York și a se întâlni cu Graham. Nu se punea problema să nu accepte oferta. Astfel încât Warren și Susie, împreună cu Susie cea mică și încă un copil pe drum, s-au mutat într-un apartament mic din White Plains. Deși Buffett câștiga bine după standardele din anii 1950 – absolvise Universitatea Columbia cu un *portofoliu* în valoare de aproape 20 000 \$, și suma crescuse considerabil până la data la care s-a mutat cu familia la New York –, cuplul trăia foarte modest. (Buffett analiza întotdeauna prețul unei noi achiziții raportând-o la valoarea viitoare a aceleiași sume după rata sa normală de actualizare.) Primele câteva săptămâni la locul de muncă și le-a petrecut în încăperea care conținea arhivele companiei, citind toate dosarele, pagină cu pagină.

Două tranzacții încheiate la Graham-Newman au reprezentat experiențe importante de învățare și ilustrează modul de gândire al lui Buffett. Prima a fost

legată de o firmă de bomboane din Brooklyn, care tocmai fusese preluată de Jay Pritzker, din categoria dezvoltatorilor imobiliari din Chicago și, ulterior, fondatorul lanțului hotelier Hyatt. Pritzker închidea o linie de producție neprofitabilă și voia să-și reducă stocul de boabe de cacao. În loc să le vândă pur și simplu pe piața liberă, el a hotărât să le schimbe pe acțiuni care să-i permită să-și crească participația. Le-a oferit acționarilor o opțiune de răscumpărare a acțiunilor, prin care își puteau preda o parte din participație echivalentă cu o acțiune, care valora în acel moment 34 \$, în schimbul unui certificat de depozit comercializabil pentru un sac de boabe de cacao în valoare de 36 \$. Ben Graham era un împătimit al acestui gen de tranzacții și i-a cerut lui Buffett să execute tranzacțiile (ceea ce presupunea și blocarea prețului la boabele de cacao pe piața *futures*).

Analizând lucrurile în profunzime, ca întotdeauna, Buffett a calculat că Pritzker, în gestionarea stocului său de boabe de cacao, îl distribuise în mod disproporționat între acțiunile investitorilor din afară și cele pe care le păstra pentru el însuși, iar acea disproporție nu putea decât să crească odată cu retragerea acțiunilor. În afară de cazul în care apărea o scădere bruscă a prețurilor la cacao, valoarea intrinsecă, per acțiune, a companiei, avea să crească. Prezența unui nume atât de bine cunoscut precum cel al lui Pritzker în calitate de investitor principal avea și ea să atragă, inevitabil, atenția către acțiuni. Astfel că, după ce a încasat cu conștiinciozitate cei 2 \$ pe acțiune care reveneau firmei Graham-Newman drept profit de arbitraj, Buffett a cumpărat și reținut acțiuni pe cont propriu, ajungând ca, după puțin timp, să le vândă la de 2,5 ori valoarea investiției.

Cea de-a doua tranzacție a fost legată de o companie obscură de autobuze din Massachusetts, care își acumulasă o rezervă uriașă de bani lichizi – aproximativ 60 \$ pe acțiune, deși la bursă era cotate în intervalul 30 \$–50 \$. Managementul răscumpăra acțiunile, reducând în același timp rezervele de bani lichizi și crescând valoarea acțiunilor. Buffett a demarat un proces competitiv de cumpărare de acțiuni, pe cont propriu, răspunzând la anunțurile din ziarele locale și contactându-i pe acționarii mai importanți direct din listele redactate de organele de stat pentru utilitate publică. Apoi, cu încrederea de sine absolută, care îl caracteriza în chestiunile financiare, a făcut o călătorie la Massachusetts pentru a-l întâlni pe președintele companiei – și a aflat astfel că se pregătea un dividend special care să reducă stocul de bani lichizi al companiei, eventual până la 50 \$. Buffett nu a aflat niciodată dacă acest dividend venea ca răspuns la campania sa de cumpărare. Nu făcuse nici un fel de presiuni directe asupra companiei și a abordat acea expediție ca pe o vizită amicală de informare. Dar campaniile sale agresive de cumpărare ar fi constituit un semnal de avertizare în legătură cu lăcomia frenetică ce ar fi putut apărea pe măsură ce tot mai mulți investitori aflau că acțiunile fuseseră greșit cotate. Buffett a continuat să cumpere, desigur, și în doar câteva săptămâni a înregistrat un profit de 20 000 \$.

Buffett a devenit rapid tânăra vedetă a firmei Graham-Newman, împrietenindu-se pe parcurs cu alți tineri care împărtășeau aceeași gândire și cu care avea să colaboreze o mare parte din viață. Printre ei se numărau Walter Schloss, tânăr asistent la Graham-Newman pe vremea când Buffett se alăturase companiei, dar care a părăsit ulterior compania pentru a face investiții pe cont propriu, precum și Tom Knapp și Bill Ruane, care lucrau la alte firme, dar făceau parte din suita lui Graham. Aceștia trei, într-un final, au gestionat fonduri pe care Buffett le-a dat drept exemple în prezentarea sa de la Universitatea Columbia. Un alt partener util a fost Henry Brandt, un tânăr broker de bursă, care ulterior a făcut carieră lucrând aproape exclusiv ca sursă de investiții pentru Buffett.

Oricât de mult i-ar fi plăcut să lucreze la acea firmă, Buffett a hotărât să plece în 1956, când a aflat că Graham se retrăgea. I s-a oferit un parteneriat la o firmă succesoare, alături de fiul lui Newman, dar a decis să se întoarcă în Omaha. Aparent, a fost o decizie ușoară. Naveta de la White Plains era costisitoare, îi era dor de Omaha și, oricum, singurul motiv pentru care venise în est fusese acela de a lucra sub conducerea lui Ben Graham. Familia Buffett a ajuns înapoi acasă exact când Warren împlinea 26 de ani. Nu avea un loc de muncă și nici nu plănuia să-și caute. La valoarea de azi a dolarilor, era deja milionar.

Perioada scurtă petrecută la Graham-Newman aruncă o lumină interesantă asupra adorației pe care Buffett i-a purtat-o întreaga viață lui Graham, și asupra entuziasmului cu care a îmbrăcat haina teoriei lui Graham și Dodd. Dar adevărul este că el nu a fost niciodată un investitor clasic, conform modelului Graham-Dodd. Buffett era încă student la facultate, avându-l pe Graham ca profesor, când a achiziționat una dintre primele sale companii favorite, GEICO – care, și în prezent, reprezintă o proprietate de bază în portofoliul lui Buffett. Dar, la acea dată, GEICO nu se potrivea cu modelul de investiții al lui Graham. Compania de Asigurări pentru Angajații de Stat, GEICO, a fost fondată în 1936 de către doi întreprinzători, Leo Goodwin și Cleves Rhea, care au găsit o oportunitate excelentă de a reduce costurile prin vânzarea directă a polițelor de asigurare standardizate către principalele grupuri-țintă, fără a mai plăti comisioane agenților de asigurare. (Angajații de stat, au considerat ei, aveau un stil de viață mai prudent decât restul populației.) Câțiva ani mai târziu, când familia Rhea a negociat o vânzare în bloc a proprietăților lor către investitori instituționali, Graham-Newman a prins un pachet de acțiuni important, iar Graham a fost instalat ca președinte al consiliului de administrație.

Buffett a aflat despre această companie de la Graham. Din dorința de a ști totul despre idolul său, a făcut o vizită la sediul companiei, a dat buzna în biroul celui mai important director executiv, s-a prezentat drept studentul lui Graham și a purtat o lungă discuție despre companie. (Directorul executiv a fost, la rândul său, fascinat de Buffett și de înțelegerea sa profundă asupra domeniului asigurărilor.) Buffet era atras de costurile scăzute ale GEICO, de creșterea sa rapidă

și de faptul că firmele de asigurări generau bani lichizi, disponibili pentru investiții, cu mult timp înainte de a fi plătită vreo despăgubire. Și-a vândut imediat cea mai mare parte din portofoliul de acțiuni și a investit în GEICO. Dar creșterea constantă a GEICO după achiziționarea inițială de către Graham, făcută la un preț foarte bun, nu era nici pe departe suficientă pentru ca firma să fie încadrată în categoria „cu potențial de creștere” descrisă de teoria Graham-Dodd. Indicele său P/E (*price per earning*) era mai scăzut decât media specifică domeniului, dar era o companie foarte mică într-un domeniu dominat de giganti. Buffett achiziționa un irezistibil vis de mărire, ceea ce este exact opusul logicii de investiție în acțiuni cu potențial.

La fel și în cazul tranzacției cu boabe de cacao. Prudentul Graham s-a mulțumit să încaseze cei 2 \$ pe acțiune din arbitraj. Strategia lui Buffett, de achiziționare de acțiuni, a presupus un pariu important legat de prețurile la boabele de cacao. Într-adevăr, retragerea acțiunilor străine a determinat o creștere bruscă a raportului dintre valoarea activelor și prețul la acțiuni, dar prețurile mărfurilor precum boabele de cacao pot fi foarte volatile, deci el își asuma un risc însemnat.

Graham nu ar fi aprobat nici vizita sa la compania de autobuze din Massachusetts. Graham participa la ședințele consiliului de administrație, dar considera că acționarii și managementul reprezintă părți opuse. Dacă fraternizai cu inamicul, cum s-ar spune, îți puteai compromite judecata independentă. În sfârșit, Graham pleda pentru o diversificare extremă, și ar fi fost îngrozit să afle că Buffett a investit cea mai mare parte a averii sale într-un singur pachet de acțiuni ca cel al GEICO, care erau, pe deasupra, acțiuni destinate să oprească investițiile.

Pe scurt, stilul investițional al lui Buffett nu respectă un anumit tipar. Succesul său se bazează pe o combinație unică de talente: abilitatea rară de a evalua companii și structuri de management și capacitatea de a acumula și de a sintetiza cantități uriașe de informații, care îi permiteau să vadă direct în miezul afacerii. Stilul său investițional este complet opus stilului lui Soros, dar ambele au o strălucire de geniu care nu poate fi redată în nici un manual.

Pe cont propriu

Obiectivul lui Buffett, atunci când familia s-a întors în Omaha, era acela de a deveni milionar investind pe cont propriu. Cu un capital de aproximativ 175 000 \$, era un țel realist. Dar el voia să facă asta rapid, ceea ce presupunea să obțină mai mulți bani pe care să-i administreze, bani pe care i-a strâns de la prieteni și rude – o situație foarte periculoasă. Tatăl lui Susie a contribuit cu 25 000 \$, economiile sale de o viață. O mătușă a venit cu 35 000 \$. Colegul său de cameră de la Wharton, care îl considera pe Buffett un provincial, dar era vrăjbit

de perspicacitatea sa financiară, a contribuit cu 5000 \$ din bani proprii și 25 000 \$ care îi aparțineau mamei sale. Sora lui Buffett și soțul ei au participat și ei cu 10 000 \$. Nici unul dintre acești oameni nu era sărac – la mijlocul anilor 1950, suma de 25 000 \$ era una considerabilă – dar făceau parte cel mult din pătura superioară a clasei de mijloc. E ușor să ne imaginăm ce tensiune s-ar fi creat în căsnicia lui Buffett dacă Warren ar fi pierdut toate economiile tatălui lui Susie. Dar el nu părea să aibă dubii. După cum i-a spus biografei sale, Alice Schroeder: „Aceștia erau oamenii care credeau în mine. În nici un caz nu aș fi luat banii mătușii mele Alice sau pe cei ai surorii mele sau pe cei ai socrului meu dacă aș fi crezut că îi voi pierde. În acel moment, nu m-am gândit că aș putea pierde bani în timp.”⁴⁵

Termenii primului său parteneriat erau atât neobișnuit de corecți, cât și neobișnuit de stricți. Buffett nu solicita comisioane de administrare pe bază de active; primele patru procente din câștiguri le reveneau integral investitorilor, și jumătate din tot ceea ce depășea acea sumă îi revenea lui Buffett. Cel mai neobișnuit e faptul că Buffett își asuma un sfert din toate pierderile, fără limitări. Reversul acestor termeni generoși de investiție a fost acela că nu oferea decât strictul necesar de informații în legătură cu portofoliul, regulă pe care a păstrat-o timp de mulți ani, cu toți investitorii. Nu oferea nici un fel de detalii despre investițiile individuale. (Gândul de a primi telefoane din partea investitorilor îngrijorați în timpul unei răsturnări a pieței aproape că îl îmbolnăvea.) În schimb, prezenta un raport anual privind performanța per ansamblu și distribuirea comisiunelor; la data raportului, apărea o scurtă fereastră în care partenerii își puteau retrage capitalul, dacă vreunul dintre ei dorea acest lucru. Investiția lui Buffett în parteneriat a fost de doar 100 \$. Proprii bani – care reprezentau mai mult decât suma atrasă în parteneriat – îi administra separat cu scopul de a obține 12 000 \$ pe an pentru cheltuieli curente.

În primul an de parteneriat, profitul în bani lichizi a fost de 4500 \$, sau peste 7% anualizat. (Aranjamentul a început în luna mai.) Indicele S & P 500 a făcut aproximativ 3% în același an. După reținerea onorariului lui Buffett, așadar, partenerii au primit 5,5% – un profit care nu-ți taie răsuflarea, dar e respectabil. Partea lui Buffett a fost de 1,5%, și a păstrat-o în parteneriat, așa cum avea s-o facă mulți ani de atunci încolo.

Iar baza de clienți s-a dezvoltat. În septembrie 1956, Graham l-a recomandat pe Buffett unuia dintre foștii săi clienți, care a vizitat Omaha în cursul unei călătorii prin țară, a discutat puțin cu Buffett și i-a trimis 120 000 \$. În anul următor, un bine-cunoscut manager financiar din New York, pe care Buffett îl întâlnise și îl impresionase când era student la Columbia, l-a recomandat pe acesta unui important urolog din Omaha. Doctorul și soția acestuia s-au întâlnit cu Buffett și s-au gândit că arată ca un adolescent. Dar le-a plăcut atitudinea sa directă, claritatea și corectitudinea termenilor săi; i-au dat 100 000 \$. Locuitorii

mai bogați din Omaha începuseră și ei să audă despre el și să investească. În tot acest timp, Buffett a lucrat de acasă – practic singur, indiferent dacă familia era sau nu cu el, aplecat asupra rapoartelor *Moody's* și asupra rapoartelor anuale ale companiei. Menținea cheltuielile la strictul necesar, se ocupa singur de toate documentele și operațiunile contabile, transporta comoara tot mai mare de certificate de acțiuni la și de la seiful băncii – făcând legătura între toate detaliile mărunte, în vreme ce mintea sa era plină de viziuni.

Buffett voia să atragă mulți bani. Era prea puțin interesat de stilul pasiv, foarte diversificat, al lui Graham, pe care unul dintre prietenii săi, Walter Schloss, îl utiliza cu succes la New York. Buffett prefera să se concentreze pe mai puține companii, în care chiar credea, și să obțină o poziție suficient de importantă pentru a-i permite să se implice atunci când considera că afacerea o lua pe un drum greșit.

Sanborn Map a fost un prim prototip al stilului evolutiv al lui Buffett. Era o firmă neinteresantă, dar al cărei portofoliu de investiții valora cu aproximativ 40% mai mult decât prețul său la bursă. Asta era atractiv, dar nu însemna nimic pentru un acționar dacă era blocat într-o companie subevaluată. Așa că Buffett și-a achiziționat un pachet important, investind aproximativ o treime din fondurile pe care le avea în administrare și recrutând co-investitori dintre prieteni și cunoștințe din lumea afacerilor, până când grupul său a acumulat suficiente acțiuni pentru a-l alege în consiliul de administrație. A participat la o ședință a consiliului și a descoperit că acesta era un club de băieți de modă veche – în special directori executivi în asigurări, cu participatii minoritare în firma Sanborn. Ei considerau că lucrurile mergeau bine și că nu era nevoie de nici o schimbare.

Iritat, Buffett și-a extins rețeaua, organizându-se pentru a acumula suficiente acțiuni încât să poată obține o poziție de control. După încă o ședință fără evenimente, Buffett a amenințat că va convoca o adunare extraordinară a acționarilor pentru a da jos consiliul de administrație. Consiliul a cedat și a acceptat un schimb similar celui din tranzacția Pritzker/boabe de cacao. Portofoliul a fost distribuit echitabil între toți acționarii, oferindu-li-se dreptul de a schimba acțiunile pe sumele ce le fuseseră alocate, blocând un câștig foarte mare.

A fost nevoie de peste un an pentru a aduce firma Sanborn pe linia de plutire, iar, uneori, procesul consuma toate resursele, dar a scos la iveală o altă față a lui Buffett. El evita întotdeauna confruntările personale și detesta să concedieze angajați, dar dacă una dintre firmele sale acționa împotriva intereselor acționarilor, intra direct în luptă, cu toate tunurile.

Faima lui se răspândea chiar și printre cei mai sceptici locuitori din Omaha. În patru ani – până în 1960 inclusiv –, investitorii săi obținuseră o rată anuală a profitului de 24% față de cei 9% ai indicelui Dow. Buffett reinvestea comisiunile de performanță câștigate, astfel încât participația sa în fond a crescut până la aproape un sfert de milion de dolari. Împreună cu propriul portofoliu,

era pe punctul de a deveni milionar. Era momentul să își ia un birou propriu-zis și să angajeze pe cineva care să-l ajute cu toate documentele. A ocupat un birou în Kiewit Plaza, același din care își desfășoară și azi operațiunile. Toate parteneriatele sale, precum și propriul portofoliu, au fost comasate într-o singură entitate, Buffett Partnership Ltd. (BPL).

Această reorganizare s-a produs într-un moment în care piețele sufereau prăbușiri ce ar fi putut crea un adevărat festin pentru cineva cu instinctele lui Buffett. În 1962, piața a suferit o corecție puternică. Fondul BPL a scăpat relativ teafăr, cu rezerve mari de bani lichizi, în vreme ce corecția a lăsat în urmă seturi consistente de acțiuni mult subevaluate. Acesta era momentul oportun pentru a pune în aplicare faimosul dicton al lui Graham: „Fii temător când ceilalți sunt lacomi, și lacom când ceilalți sunt temători.”⁶

O oportunitate de lăcomie constructivă a venit la țanc de la American Express. Una dintre activitățile ocazionale ale firmei era de a certifica adeverințe de depozit pentru un depozit de rezervoare cu ulei de soia din New Jersey. Un operator numit Tony De Angelis a reușit cumva să-i păcălească pe angajații companiei American Express, convingându-i să ateste rezervoare ce conțineau apă de mare ca fiind, de fapt, pline cu ulei de soia. Când, în toamna lui 1963, o cădere bruscă a prețului la uleiul de soia a dat la iveală fraudă la De Angelis, American Express a fost nevoită să încaseze pierderi de până la 175 de milioane \$. Acțiunile companiei s-au prăbușit vertiginos în mijlocul temerilor că ar putea intra în faliment.

Însă principalele produse oferite de American Express erau „cecurile de călătorie” și, în zorii epocii cardurilor de plastic, o afacere cu carduri de credit pentru elite. Cecurile de călătorie reprezentau o monedă sigură. Erau cumpărate la valoare nominală și puteau fi încasate de la orice birou American Express în aproape toate marile orașe ale lumii. Orice afacere în care clienții obișnuiau să plătească un avans în bani lichizi fără dobândă avea darul de a accelera pulsul lui Buffett, cu atât mai mult în contextul prăbușirii de la bursă care a urmat fraudei lui De Angelis. Buffett tocmai începuse să analizeze situația mai îndeaproape când John Kennedy a fost asasinat. Piața a intrat în colaps, iar compania American Express a fost prima care s-a scufundat.

Buffett l-a sunat pe Harry Brandt, amicul său broker din New York, și i-a cerut să facă cercetări la fața locului. Brandt și-a petrecut următoarele câteva zile dând târcoale prin magazine universale, pierzând vremea pe la recepțiile hotelurilor și vizitând punctele unde puteau fi încasate cecurile de călătorie. Rezultatul a fost un raport consistent: călătorii și cumpărătorii de lux își foloseau frecvent cecurile și cardurile de credit American Express, în mod perfect firesc. Nimeni nu părea îngrijorat sau cel puțin la curent cu faptul că firma avea probleme.

Buffett a cântărit informațiile și, ulterior, le-a raportat partenerilor săi că avea „o viziune pertinentă”⁷. Descoperise noțiunea, foarte contrară principiilor lui

Graham, de „franciză” sau „marcă” sau valoarea „vadului comercial”, în sensul non-contabil al termenului. O parte tot mai mare din clientela înstărită privea produsele American Express drept o parte intrinsecă a tranzacțiilor lor de zi cu zi. Aceea era valoarea care conta cu adevărat, mult mai mult decât inventarul sau sumele lichide din bilanț. Astfel de revelații, le-a spus el mai târziu partenerilor săi, „erau cele care scoteau la iveală întregul potențial al registrului de casă”. La un moment dat, o treime din portofoliu se afla în American Express. În 1965, profiturile pe acțiune ale parteneriatului erau aproape de 24%.

Cealaltă tranzacție majoră a lui Buffett din această perioadă a fost achiziționarea unui firme de mărime mijlocie din New England, Berkshire Hathaway, specializată în producția de textile. Firma respecta toate criteriile din cartea lui Graham-Dodd, *Security Analysis* – stabilă, neinteresantă, cu un raport scăzut între preț și active. Buffett a investit o cantitate enormă de energie și timp încercând să o transforme într-un succes, dar vremurile și metodele de producție se schimbau rapid în defavoarea firmelor precum Berkshire Hathaway, deși a fost nevoie de ani întregi ca Buffett să admită că nu putea s-o pună pe picioare. (Raporturile între preț și active, atât de dragi lui Graham, nu țineau cont de curente majore precum schimbările tehnologice.) A obținut controlul asupra companiei în 1965, la nouă ani după întoarcerea în Omaha și începutul primului parteneriat cu rudele și prietenii săi. Până la acea dată, fondurile sale totale pe care le avea în administrare depășiseră pragul de 50 de milioane \$, iar valoarea personală netă a lui Buffett era de aproximativ 9 milioane \$.

Iar el medita asupra unui nou model de afaceri.

Primul miliard e cel mai dificil

În 1968, indicele Dow a atins pragul de 1000, iar Buffett a început să-și descarce acțiunile care crescuseră foarte mult după cumpărare, cum era cazul celor American Express. A ghicit că se pregătea o cădere de durată și își făcea probleme în legătură cu așteptările asociaților săi comanditari privind creșterea spectaculoasă a averii, la nesfârșit. Warren Buffett era, desigur, mare amator de căderi; pentru el, reprezentau cele mai bogate terenuri de vânătoare. Dar puteau determina și o perioadă prelungită în care profiturile asociaților nu mai creșteau. Astfel încât, în 1969, când indicele Dow coborâse deja la 800, a decis să lichideze BPL, compania pe care o folosea drept vehicul pentru investiții.

În mod firesc, Buffett a continuat să investească, concentrându-se pe companiile care îi ofereau bani lichizi cu care să finanțeze și mai multe investiții, companii precum Blue Chip, o firmă de cupoane de reducere – magazinele cumpărau cupoanele, iar firma putea utiliza banii până când câștigurile erau amortizate. Același tipar l-au urmat și o bancă din Illinois și o companie de

asigurări din Nebraska, companii pe care Buffett le urmărise ani la rândul. (Buffett evalua firmele de asigurări în funcție de cât plătea pentru libera circulație a capitalului – banii lichizi ai deținătorilor de polițe reținuți pentru plăți ulterioare – pe care putea să-l investească. Participația sa într-o firmă de asigurări era un succes atunci când disponibilul era liber.) A investit și în producția de îmbrăcăminte pentru *retail*, apoi a lichidat cea mai mare parte dintre investiții și a început să cocheteze și cu publicațiile – ediția de Omaha a revistei *Sun* și o publicație nouă, cu ușoară tentă de centru-stânga, numită *Washington Monthly*. Nici una dintre ele nu era importantă financiar, dar lui Buffett i-a făcut mare plăcere să pună la cale, într-un număr din 1972 al revistei *Sun*, o dezvăluire privind uriașele comori în bani adunate la orfelinatul catolic pentru băieți din Nebraska, al faimosului părinte Flanagan – o lovitură jurnalistică care i-a atras publicației un premiu Pulitzer. În sfârșit, năpădit de gânduri negre în legătură cu viitorul firmei Berkshire Hathaway, a început să închidă diviziile mai puțin profitabile ale firmei și să o utilizeze drept societate de *holding* pentru investițiile sale din domeniul bancar și cel al asigurărilor.

1972 a fost totodată anul în care George Goodman (scriind sub pseudonimul de Adam Smith) a publicat *Supermoney*, un succes comercial uriaș. Cartea se concentrează pe noii manageri de portofolii în vogă și pe noile tehnologii matematice de investiții. Dar Goodman, care a intuit periculoasa lipsă de simț practic din strategiile investiționale la modă, petrecuse ceva timp și cu Ben Graham, care îl trimisese la Warren Buffett. Goodman i-a dedicat lui Buffet cea mai extinsă parte a unui capitol de mari dimensiuni și a fost primul care a creionat un portret al acestui filozof modest, nepretențios și nesofisticat, dar care îi întrecea cu mult pe toți șmecherii de oraș.

Până la acea dată, Buffett dobândise și un fel de partener, pe Charlie Munger, un avocat din California, care avea cu șase ani mai mult decât Buffett și se trăgea din Omaha. Cei doi se cunoscuseră în 1959 și s-au împrietenit imediat, descoperind că gândesc aproape la fel. Timp de mulți ani au operat separat, dar au păstrat constant legătura, investind adesea cot la cot. Munger a fost cel care a avut ideea tranzacției cu cupoane de reducere, de exemplu. După o nouă reorganizare în 1982, Munger a devenit numărul doi în compania Berkshire-Hathaway, deși participația sa nu s-a apropiat niciodată de cea a lui Buffett. Începând cu acel moment, comunicările lui Buffett către acționari erau introduse de obicei prin expresia: „Eu și Charlie considerăm că...”

În cadrul procesului de lichidare a BPL, asociații comanditari au aflat pentru prima dată în ce constau efectiv proprietățile lor. După ani de profituri strălucitoare, micul portofoliu cu aspect sărăcăcios venea oarecum ca un anticlimax. Dețineau o poziție importantă într-o firmă de textile pe care Buffett nu o considera prea valoroasă în sine, dar care acționa ca societate de *holding* cu operații bancare și asigurări; exista firma Blue Chip; în interiorul firmei Blue Chip se

desfășura o operațiune de *retail* care era mai mult o carcasă, cuprinzând banii din investițiile lichidate recent; și, în final, o amestecătură de publicații de importanță financiară redusă. Mai mult, pachetele de acțiuni primare deținute nu erau înregistrate, astfel că nu puteau fi vândute la bursă.

Buffett le-a acordat asociaților comanditari opțiunea de a-și retrage fondurile la valorile curente sau de a primi un număr corespunzător de acțiuni în companii. Dacă își retrăgeau banii, i-a sfătuit el, ar fi fost o idee bună să-i investească în fonduri bazate pe indici sau obligațiuni de mare încredere. Și, deși își dorea cu disperare ca investitorii să-și retragă banii, pentru că astfel ar fi crescut partea sa din portofoliu, și-a făcut datoria de a-i informa că el intenționa să păstreze acțiunile care fuseseră cedate, plus cele pe care încă le mai cumpăra. Buffett reușise mai mult decât să-și dubleze participația în companiile din portofoliu.

Iar Buffett, în mod firesc, a continuat să cumpere: See's Candies, o companie foarte profitabilă din California, susținută de Munger (și pe care, cu lipsa specifică de interes față de diagrama organizațională, au încorporat-o în Blue Chip); și, profitând de noile rețele care se deschideau odată cu obținerea premiului Pulitzer de către publicația *Sun*, a cumpărat mai multe acțiuni în firme din media (unele găzduite în Berkshire, altele, în Blue Chip). Buffett a început să strângă și acțiuni la publicația *Washington Post*. Când aceasta se afla în punctul culminant al investigațiilor asupra afacerii Watergate, a fost impusă o reglementare posibil motivată politic care îi afecta cele mai profitabile proprietăți din televiziune, ceea ce a lovit puternic în prețul acțiunilor. Directorul publicației, Katherine Graham, s-a alarmat când a aflat că Buffett cumpăra acțiuni, temându-se că e un vânător de firme. Buffett, care până la acea dată obținuse un pachet de acțiuni de 12%, i-a oferit pur și simplu un angajament scris că nu va mai cumpăra alte acțiuni fără aprobarea ei personală. (Știa foarte bine că structura capitalului făcea imposibil un atac ostil.) Buffett și Graham au ajuns rapid prieteni buni; el a primit un loc în consiliul de administrație al *Washington Post* și a devenit principalul său consilier în materie de sfaturi de afaceri. În ceea ce o privea, ea i-a acordat o mână de ajutor lui Buffett la capitolul aptitudini sociale, încercând să-l cizeleze puțin, și i-a oferit un tur cu ghid pe coridoarele interne ale puterii.

Mult timp, *Washington Post* a funcționat extrem de bine pentru Buffett. Dar investiția sa favorită din anii 1970 a fost GEICO, compania de care se îndrăgostise cât era încă student la Universitatea Columbia. GEICO era genul de mașină de făcut bani pe care Buffett o adora. La începutul carierei sale, investise în acea companie o bună parte din averea sa încă limitată, dar, în cele din urmă, și-a retras investițiile când pe masa sa au apărut oportunități și mai spectaculoase. Pe când a ajuns să fie mai puțin limitat la capitolul fonduri, acțiunile GEICO crescuseră cu mult peste marja sa de siguranță.

Succesul companiei GEICO s-a bazat pe asigurări cu cost scăzut și la preț mic și pe clienți cu risc scăzut. Dar în anii 1960, dominați de vânzări și cumpărări speculative la bursă, GEICO a demarat un proces de dezvoltare, vânzând asigurări la preț scăzut către aproape toți doritorii. Până în 1974, firma ajunsese în mod spectaculos pe locul cinci între firmele de asigurări auto, iar prețurile acțiunilor au atins vârful de 61 \$. Dar garantarea scăpată de sub control și-a arătat colții în 1975, când firma a declarat o pierdere șocantă de 190 de milioane \$. În anul următor, când prețul acțiunilor avea o singură cifră, și confruntat cu amenințarea închiderii companiei, venită din partea principalului organ de reglementare din Districtul Columbia, consiliul de administrație a concediat întreaga echipă de management și, în luna mai, l-a adus pe Jack Byrne, un profesionist cu experiență în relansarea firmelor de asigurări.

Byrne a fost ca un vârtej. A redus personalul la aproximativ o cincime, a închis operațiunile în statele în care ratele nu erau profitabile, a ajustat și reorientat liniile de afaceri și chiar a reușit să obțină un mic profit până în trimestrul al patrulea. Organele de reglementare erau impresionate, dar firma avea nevoie de capital. Buffett urmărea totul cu atenție și i-a cerut lui Kay Graham, care îl cunoștea pe Byrne, să le facă cunoștință. Byrne nu auzise niciodată de Buffett și nu era interesat. Dar un membru mai în vârstă al GEICO, Lorimer Davidson, membru în consiliul de administrație și fost CEO, era același director executiv al GEICO care fusese atât de impresionat de tânărul discipol al lui Ben Graham, care își făcuse apariția în biroul său în urmă cu 25 de ani, pentru a-l bombarda cu întrebări despre asigurări. Când a auzit că Byrne îi dăduse peste nas lui Buffett, i-a spus – și există mai multe versiuni despre limbajul colorat pe care l-a folosit – să se întoarcă imediat la acesta.

Investiția în GEICO a fost prima demonstrație la scară largă a ceea ce a devenit ulterior o operațiune de preluare tipică pentru Buffett. Mai întâi a petrecut câteva ore cu Byrne, aparent punându-i întrebări, dar evaluând, de fapt, înțelegerea acestuia asupra companiei și a afacerii. Apoi a început să achiziționeze discret acțiuni, al căror preț scăzuse până în jur de 2 \$. Buffett a dat o mână de ajutor oferind un anumit volum de reasigurare (asigurare de risc pentru firmele de asigurări) printr-un reasigurator din portofoliul Berkshire, și a dat telefoane la organele de reglementare pentru a anunța că el personal investea sume importante în GEICO. Se știa că avea buzunare foarte adânci, așa că puteau să o lase mai moale cu GEICO.

Dar capitalul rămânea problema principală. Byrne lua la rând băncile de investiții, dar fără prea mare succes, până când, la o a doua încercare și cu ajutorul unui bancher mai puțin important, a obținut o întrevedere cu John Gutfreund, cunoscutul șef al companiei Salomon. Momentul a fost favorabil. Firma se ocupa cu vânzarea de obligațiuni, dar era interesată să facă incursiuni și în domeniul mai lucrativ al societăților pe acțiuni. După o lungă discuție,

Gutfreund a fost de acord să gireze întreaga afacere pentru 76 de milioane \$. Acela a fost un pas foarte riscant pentru Salomon; ca marea majoritate a băncilor de investiții de la acea dată, firma era un parteneriat privat cu capital limitat. Pentru a întări acel angajament, Buffett l-a vizitat pe Gutfreund și i-a spus că își va asuma întreaga emisiune de obligațiuni, dacă era necesar. Tipic pentru el, a reușit să determine firma Salomon să reducă prețul de ofertă pentru emisiune.

Obligațiunile s-au vândut atât de bine încât Buffett a reușit să-și asume doar aproximativ un sfert din emisiune. Dar ocupa un loc în consiliul de administrație al GEICO, compania în care Ben Graham încă avea economiile sale de-o viață. Din păcate, Graham murise cu puțin timp înainte de încheierea tranzacției, așa că nu a aflat niciodată cât de benefică fusese intervenția lui Buffett asupra proprietății sale. Deși Buffett a fost acționarul majoritar al GEICO timp de mulți ani, nu a finalizat achiziția completă a companiei decât în 1995, când cheltuia miliarde în bani lichizi pentru împrumuturi în avans, în scopul finanțării unui șir nesfârșit de achiziții în Berkshire. Creșterea considerabilă în prețul acțiunilor GEICO după finanțarea companiei a contribuit la realizarea unui spectaculos randament de 59% pe investițiile lui Buffett din 1976.

Însă succesul din prima jumătate a anilor 1970 a fost umbrat considerabil de o anchetă de mare amploare a SEC asupra metodelor lui Buffett și Munger. Într-un final, suspiciunile s-au concentrat asupra structurii șubrede a societăților de holding, care părea intenționat încălcată, ca și cum ar fi ascuns anumite documente. Tranzacția care a atras cel mai mult atenția a fost achiziționarea în 1973 a unei companii de economii și împrumuturi numită Wesco.

Wesco fusese listată la bursă, dar pachetul de control era păstrat de familia fondatoare. Ultima membră a familiei rămasă în consiliul de administrație, Betty Peters, era pornită împotriva managementului apatic și începuse să facă presiuni pentru o vânzare sau o fuziune. Buffett și Munger au privit-o drept o operațiune foarte solidă, cu flux de numerar bun, costuri scăzute și acțiuni ieftine, așa că au început să cumpere acțiuni. Planul lor a fost dat peste cap de anunțul că Wesco urma să fie cumpărată de o companie de economii și împrumuturi din California, mai strălucitoare și cu o dezvoltare rapidă, bine privită pe Wall Street. Buffett și Munger erau sceptici în privința acestei companii ce creștea rapid și considerau că Wesco se vindea prea ieftin. Într-un final, au convins-o pe Peters, iar aceasta, spre consternarea consiliului – pentru că ea fusese la originea presiunilor pentru fuziune –, a blocat vânzarea. Acțiunile Wesco au căzut, astfel că Buffett și Munger ar fi putut să le cumpere foarte ieftin. În loc să facă asta, au oferit un preț aproximativ la același nivel cu cel de dinaintea fuziunii eșuate. Desigur, nu erau nicidecum obligați să facă asta, iar gestul a reprezentat o desprindere spectaculoasă de metodele lor obișnuite foarte stricte. Dar se simțeau obligați față de Peters și voiau ca ea și acționarii ei să iasă cu bine din

tranzacție. Wesco a fost găzduită în Blue Chip; Charlie administra Blue Chip, deși Berkshire era cel mai important acționar, și el a fost cel care s-a ocupat de munca cea mai dificilă în cazul Wesco.

Dar anchetatorii SEC se întrebau de ce Buffett și Munger, care plăteau întotdeauna cel mai mic preț, acceptaseră să plătească cu 50% mai mult decât era nevoie pentru o achiziție pe care o aveau deja în mână. Bănuiau că avea loc o formă sau alta de manipulare. A urmat genul de agitație investigativă pe toate planurile, care nu se încheie aproape niciodată fără un cap tăiat. A durat luni întregi. Atât Buffett, cât și Munger au dat foarte multe declarații, fără ajutorul vreunui avocat, explicând cum lucrau și lipsa de formalitate a aranjamentelor lor interne, și au explicat, neconvingător, de ce plata unui preț prea mare fusese un gest corect. Buffett era foarte îngrijorat – în acea perioadă tocmai discuta cu Kay Graham despre obținerea unui loc în consiliul de administrație al *Washington Post*, și era foarte sensibil la tot ce ținea de reputația sa. Dar după cum i-a spus Munger: „Dacă un polițist te urmărește pe drum opt sute de kilometri, te vei alege cu o amendă.”⁸

Într-un final, SEC a acceptat versiunea lor, pedepsindu-i doar cu o foarte ușoară palmă peste mână. Buffett și Munger au fost de acord să facă ordine în haosul reprezentat de societățile de *holding* și, deși nu au recunoscut și nu au negat nimic, au promis că, orice ar fi fost, nu o vor face din nou. Vestea despre anchetă se aflate, desigur, dar SEC i-a acordat public lui Buffett un semn de recunoaștere prin numirea acestuia într-un comitet de onoare, la două săptămâni după închiderea anchetei.

Reorganizarea promisă încă din 1983 a compactat, în sfârșit, toate afacerile într-o singură societate de *holding*, Berkshire Hathaway, cu Warren Buffett pe post de președinte al consiliului de administrație și Charlie Munger drept vice-președinte, deși Buffett a subliniat că el și Charlie erau co-manageri. Existau șapte domenii principale de operațiuni de afaceri: un grup de asigurări; un ziar, *Buffalo Evening News*; Nebraska Furniture Mart, un centru de mobilă din Nebraska; firma de bomboane; Wesco; Precision Steel, o mică oțelărie specializată; și o companie de economii și împrumuturi (deși firma Precision și casa de economii și împrumuturi erau ambele deținute de Wesco).

Achiziția ziarului *Buffalo Evening News* a fost una dintre tranzacțiile mai traumatice din portofoliul Berkshire. Buffett și Munger erau de mult timp în căutarea unui oraș cu un singur ziar, acesta fiind tipul de franciză pe care îl preferau și pe care Buffett îl numea uneori „pod cu taxă”⁹. Orașul Buffalo avea două ziare, dar *News*, ziarul de seară, era de departe cea mai puternică franciză, deși concurentul său avea un ziar de duminică. Berkshire a cumpărat ziarul *News* în schimbul a 35 de milioane \$ și a inițiat imediat o ediție de duminică. Concu- rentul a intentat proces pe baza unor vagi considerente antitrust – pretinzând

că un grup extern de speculatori intrase pe piața din oraș pentru a distruge concurența până la falimentare, pentru ca apoi să crească prețurile. Un tribunal local a dat verdictul în favoarea firmei concurente, iar ziarul *News* a schio- pătat câțiva ani sub restricții judiciare*, până când Buffett a ajuns să-și dorească să se spele pe mâini de toată povestea. Tribunalele superioare au schimbat verdictul tribunalului local, iar firma concurentă s-a închis, în cele din urmă. Buffett și Munger s-au ales, în sfârșit, cu „podul cu taxă”, dar numai după ce înfruntaseră amenințarea unei lovituri urâte. A meritat; ziarul *News* a produs în 1984 un profit din exploatare de 27 de milioane \$, aproape 80% din prețul său de achiziție.

Nebraska Furniture Mart a fost afacerea perfectă pentru Buffett. Goodman relatează în *Supermoney* vizita sa, împreună cu Buffett, din 1969:

Suntem în mașină pe o stradă din Omaha și trecem pe lângă un magazin mare de mobilă. Trebuie să folosesc litere în povestire, pentru că nu-mi amintesc cifrele. „Vezi magazinul ăla?” mă întreabă Warren. „Aia e o afacere într-adevăr bună. Are o suprafață utilă de *a* metri pătrați, produce un volum anual de *b*, are un inventar de doar *c* și cifra de afaceri pe capital este de *d*.”

„De ce nu o cumperi?” am întrebat.

„E proprietate privată”, a spus Warren.

„Oh”, am spus eu.

„S-ar putea s-o cumpăr oricum”, a spus Warren. „Într-o bună zi.”¹⁰

Și așa a și făcut, în 1983. Magazinul era administrat de „doamna B”, Rose Blumkin, și familia ei. Doamna B avea 91 de ani în 1984 și era la magazin toată ziua, șapte zile pe săptămână. Buffett o adora. Le-a spus acționarilor săi: „Doamna B... probabil că ia mai multe decizii într-o zi decât cei mai mulți CEO într-un an (și mai bune, totodată).” Când și-a descris achiziția, a spus: „[Afa- cerea] nu a fost supusă niciodată vreunui audit și nici noi n-am cerut unul; nu am făcut un inventar și nici nu am verificat sumele de încasat; nu am verificat titluri de proprietate. I-am dat doamnei B un cec de 55 de milioane \$, iar dânsa ne-a dat cuvântul ei. Astfel, schimbul a fost echitabil.”

Și a continuat:

Mai mulți oameni m-au întrebat care sunt secretele pe care familia Blumkin le folosește în afacerea sa. Ele nu sunt foarte misterioase. Toți membrii familiei: (1) muncesc cu un entuziasm și o energie care i-ar face pe Ben Franklin și Horatio Alger să pară delăsători; (2) își definesc cu un realism extraordinar aria de competență specială și acționează cu fermitate în toate problemele care se încadrează în acea arie; (3) ignoră chiar și cele mai tentante propuneri care nu

* Gluma despre „podul cu taxă”, pe care a făcut-o Buffett odată într-un interviu, a fost interpretată drept o declarație conform căreia intenția era de a provoca falimentul concurenței.

se încadrează în respectiva arie de competență; și (4) se poartă întotdeauna, fără excepție, în cel mai politic mod posibil cu toată lumea cu care au de-a face. (Doamna B rezumă totul la „vinde ieftin și spune adevărul.”)¹¹

Formula era bună. Profiturile din exploatare ale magazinului au fost de 14,5 milioane \$ în 1984, peste un sfert din prețul său de achiziție.

Singura firmă care nu a mers la fel de bine a fost grupul de asigurări. Bilanțul puternic al companiei Berkshire reprezenta un avantaj competitiv important în asigurări, iar GEICO continua să producă un flux constant de bani. Și randamentul investițiilor era foarte bun. Însă firmele care nu făceau parte din GEICO aveau pierderi mari din garantare. Chiar recunoscând că ratele reasigurării și ale pierderilor neprevăzute erau mult mai dificil de anticipat decât pierderea proprietăților – mai ales dată fiind tendința spre despăgubiri foarte mari –, Buffett era în continuare „rușinat” de rezultate. Totalul pierderilor neprevăzute era de 48 de milioane \$, raportat la un câștig din investiții de 68 de milioane \$. Ceea ce însemna că unitatea era profitabilă, dar ar fi trebuit să fie mult mai profitabilă.

În afară de afacerile în exploatare, Berkshire-Hathaway deținea și un portofoliu de acțiuni în valoare de 1,2 miliarde \$ (achiziționat cu mai puțin de 600 de milioane \$). Propriu-zis, cuprindea doar zece pachete de acțiuni; primele trei ca mărime erau Exxon, General Foods și Time Inc.

Per ansamblu, valoarea contabilă a companiei Berkshire-Hathaway tocmai depășea limita de 3 miliarde \$. Buffett deținea peste o treime din ea. Era miliardar. Și, mai important, găsise în sfârșit omul, Ajit Jain, care îi putea relansa grupul de asigurări, astfel încât, din acel moment, mașina de făcut bani avea să funcționeze aproape așa cum își dorise dintotdeauna.

...Iar următoarele miliarde vin adesea mai ușor

Buffett era doar un puști când a fost vrăjit de magia capitalizării. O investiție de 1000 \$ cu o dobândă compusă de 10% pe an se transformă, în 20 de ani, în peste 6700 \$. Dublarea ratei de capitalizare la 20% rezultă în peste 38 000 \$. Dacă suma inițială este de miliarde, nu de mii de dolari, și se aplică o rată de capitalizare mare, rezultatul este o avere cu adevărat uriașă.

Intrarea lui Buffett în topul Forbes al miliardarilor – care cuprindea doar 14 persoane în 1985 – a deschis porți uriașe către noi oportunități. Explozia de achiziții în masă, faimoasa „Decadă a lăcomiei”, își atinsese apogeul numit „epoca aurită”. Aproape toate companiile erau implicate. Directorii executivi, aflați sub asediu, au început să privească Berkshire drept un potențial adăpost pe timp de furtună. Tom Murphy era șeful companiei Capital Cities, un lanț de televiziuni pe care îl transformase într-un mic imperiu de stații de televiziune.

El era și un prieten vechi al lui Buffett, care îi admira onestitatea, etica profesională și abilitatea sa practică în orchestrarea achizițiilor. Când rețeaua ABC, care trecea printr-o perioadă dificilă, a devenit ținta unor vânzători ostili, a apelat la Murphy ca la un cumpărător „salvator”. Acesta a intrat în joc, apoi i-a cerut lui Buffett sfaturi despre cum s-o finanțeze. După cum sperase, Buffett a spus că era nevoie de un investitor prietenos cu rol de „bodyguard”, suficient de puternic încât să poată bloca un atac. Și, da, Buffett era încântat să-și asume acel rol. Drept urmare, Berkshire a preluat 15% din ceea ce a fost la vremea aceea cea mai mare tranzacție media din istorie – trustul ABC, zeci de posturi TV și radio, peste cincizeci de sisteme de cablu și aproape o sută de publicații. Acest gen de mișcări de amploare a atras atenția unor jucători cu mare greutate, precum celebrul bancher Jamie Dimon și magnatul media Walter Annenberg, care au hotărât amândoi să îl cunoască pe Warren Buffett. Buffett a avut de câștigat și de pe urma celeilalte extremități a acestei frenezii a achizițiilor. Berkshire deținea un pachet important din compania General Foods și a încasat un profit de 332 de milioane \$ atunci când Philip Morris a preluat-o dintr-o mișcare în 1985. Până în 1987, Buffett valora două miliarde.

Instinctiv, Buffett nu avea încredere în nebunia achizițiilor din împrumuturi. Pentru el, drepturile acționarilor erau aproape o religie, similar felului în care le privea Graham. Liderii fondurilor de achiziții, considera Buffett, demaraseră un transfer masiv de avere dinspre companii și acționari către ei înșiși și echipele lor*. Poate că acționarii care vindeau se alegeau cu un chilipir, dar compania era apoi înglodată în datorii, investitorii își încasau comisioanele de management și cele din tranzacție, iar acționarii rămași, angajații sau deținătorii subordonați de obligațiuni sfârșeau prin a plăti oalele sparte. Firmele care achiziționează companii întregi vorbesc mult despre „construirea bogăției”, dar mașinațiile financiare, cel mai adesea, redistribuie bogăția și doar întâmplător fac asta în moduri productive. Recompensa consta în faptul că, aproape întotdeauna,

* Deși criticile dure ale lui Buffett sunt bine justificate, ele nu se prea aplică primelor faze ale achizițiilor de firme întregi din anii 1980. Marile corporații americane se bucuraseră de o dominație globală timp de aproape 70 de ani, fără să aibă, practic, vreo concurență străină (mulțumită celor două războaie mondiale care au umplut seifurile americane și au distrus facilitățile de producție de peste ocean). Și, în mod previzibil, se transformaseră în structuri birocratice greoaie și autarhice care s-au prăbușit la primul asediu dat de noii concurenți flămânzi din anii 1970. Primii câțiva ani de achiziționare a unor companii întregi au spart acești mamuți, ceea ce a reprezentat un caz clasic de distrugere creativă. Însă până prin 1985, și cu siguranță până în 1986, fenomenul se transformase într-o frenezie a achizițiilor tipică pentru Wall Street. Din ce în ce mai multe firme ieșeau pe piață, iar prețurile pentru achizițiile întregi au atins cote absurde de ridicate, până când totul s-a prăbușit în 1989 și 1990.

cumpărătorii financiari se concentrează pe „fuziunea” în sine – pe partea economică a tranzacției, care de obicei creează șansa unei vânzări în aproximativ cinci ani, fie prin emiterea de acțiuni disponibile publicului, fie prin cumpărarea de către o corporație. Când accentul cade pe vânzarea rapidă, managerii sunt nevoiți să „aranjeze” compania pe termen scurt, așa cum fac cei care zugrăvesc o casă proaspăt achiziționată pentru a o vinde imediat în profit. Buffett considera că nu poți crea bogăție decât construind *companii*, lucru care presupunea un angajament pe termen lung.

Atitudinea lui Buffett față de aceste achiziții de companii întregi a fost rezumată în achiziția firmei Scott Fetzer, un conglomerat din Ohio care vindea de toate, de la enciclopedii la aspiratoare. Buffett, care urmărea cu atenție aproape toate companiile mai importante deținute public, știa că este profitabilă și că avea un management inteligent și conservator. CEO-ul firmei a încercat să execute o achiziție cu bani din împrumuturi, ceea ce a atras imediat atenția unui cunoscut „vânător”. Din punctul de observație din Omaha, de unde se vedeau toate, a sosit o scrisoare: „Noi nu încheiem tranzacții ostile. Dacă sunteți interesați de o fuziune, sunați-mă.” Tranzacția a fost încheiată pentru 410 milioane \$ plătiți în bani gheață, așa cum prefera Buffett. Dimensiunea tranzacției cu Scott Fetzer, care era de zece ori mai mare decât tranzacțiile pe care Buffett și Munger le executaseră în anii 1970, devenea una de rutină.

În timp ce companiile amenințate făceau pelerinaj la ușa lui Buffett, el a început să câștige o reputație de om din interior care opera „un joc politicos de protecție”. Termenii impuși de el pentru a adopta o poziție defensivă strategică erau de regulă stricți, ba chiar duri: de obicei își lua valori mobiliare convertibile, cu randament ridicat și termeni de conversie generoși, al căror randament total pe investiție era adesea mult mai ridicat decât ar fi fost disponibil pentru alți investitori. Graham nu l-ar fi aprobat, dar Buffett ar fi putut răspunde că nu își pierdea absolut deloc din disciplină – doar își asigura valoarea completă pentru investiția sa și nu ar fi preluat niciodată o companie slabă doar pentru că o putea obține la un preț atractiv.

Dar nu a fost chiar așa. Două tranzacții suculente de blocare a raidurilor i s-au oferit în 1989, una cu firma Gillette și alta cu U.S. Air, iar el le-a acceptat pe amândouă. Afacerea Gillette s-a dovedit foarte profitabilă, dar compania U.S. Air a fost un dezastru. Dar una dintre marile calități ale lui Buffett e aceea că nu-și inventează niciodată scuze. După cum le-a spus acționarilor săi:

Cel mai rău tip de afacere este aceea care crește rapid, necesită un aport mare de capital pentru a demara creșterea și nu produce decât puțini bani sau deloc. Gândiți-vă la companiile aeriene... Într-adevăr, dacă un capitalist clarvăzător ar fi fost prezent la Kitty Hawk, le-ar fi făcut o favoare uriașă succesorilor săi împușcându-l pe Orville [Wright].

Nevoia de capital a industriei aeronautice, încă de la acel prim zbor, a fost imposibil de satisfăcut. Investitorii au turnat bani într-o groapă fără fund... Și eu, spre rușinea mea, am participat la această nebulă atunci când am organizat achiziția acțiunilor preferențiale U.S. Air de către Berkshire, în 1989. Când încă nu se uscaseră cerneala pe cecul de achiziție, compania a intrat într-o spirală descendentă și, nu după mult timp, dividendul preferențial nu ne mai era plătit. Dar apoi am avut mare noroc. În cursul unuia dintre acele valuri recurente, dar întotdeauna greșit orientate, de optimism față de companiile aeriene, chiar am reușit să ne vindem acțiunile în 1998, obținând un profit consistent. În cei zece ani de după această vânzare, firma a intrat în faliment. De două ori.

Cea mai hotărâtoare tranzacție pentru Buffett personal a fost firma Salomon. Să ne amintim că în 1976, șeful firmei „Solly”, John Gutfreund, îi făcuse o favoare uriașă lui Buffett girând o strângere de capital pentru compania GEICO, aflată în dificultate. Zece ani mai târziu, Salomon urcase pe primele locuri între băncile de investiții, iar Gutfreund fusese încoronat „rege al Wall Street-ului”. Liniile de afaceri, dar și cheltuielile, s-au extins. Inevitabil, în momentul în care a intervenit căderea Wall Street-ului, Salomon s-a trezit supraextinsă, insuficient gestionată și cu pachete slabe de control. Apoi, în 1986, Minorco, o companie sud-africană cu sediul în Bermude, care deținea o participație cu drept de control în Salomon*, a anunțat că intenționează să-și vândă pachetul de acțiuni către Ronald Perelman, un bine-cunoscut vânător de companii.

Confruntat cu perspectiva unei revolte a propriilor săi șefi, Gutfreund l-a sunat pe Buffett, care a intervenit imediat, cumpărând un bloc de acțiuni preferențiale de 700 de milioane \$, deși a cerut un preț exorbitant, ca de obicei – luând în calcul dividendul și valoarea probabilă a conversiei pachetului, emisiunea era proiectată să producă un randament global de 15%. Bancherii de la Salomon erau șocați de acești termeni, dar, fiind nevoiți să aleagă între Buffett și Perelman, au optat pentru Buffett.

Achiziția Salomon a fost în mare parte o tranzacție între prieteni. Buffett nu agreea firmele de pe Wall Street, deși era trader și îi plăceau operațiile de schimb ale firmei Solly. Dar detesta tranzacțiile complexe, instrumentele complicate și în special noile clase de instrumente derivate. Considera că acestea nu făceau decât să crească riscul și transferau un venit nemeritat mult prea mare dinspre companii și oamenii care munceau către tipii în costume elegante, din turnurile

* Participația firmei Minorco a apărut prin achiziția companiei Salomon, în 1981, de către Phibro, un comerciant global de mărfuri. Minorco era un deținător al Phibro. Phibro urma să joace rolul partenerului dominant în noua companie Phibro/Salomon, dar păstrându-l pe Gutfreund pe post de co-CEO. Atragerea lui Gutfreund ca partener a fost ca și cum ar fi pescuit un rechin într-o barcă cu vâsle. În câțiva ani, managerii Phibro au plecat cu toții, Gutfreund era singurul CEO, iar numele a fost schimbat din nou în Salomon Inc.

de sticlă. Dar dincolo de aversiunea sa față de Wall Street, era oricum mulțumit să mizeze pe prietenul său, Gutfreund.

Dar mulțumirea sa în legătură cu tranzacția a dispărut rapid. Gutfreund acționa foarte agresiv pentru a consolida firma, întrerupând activitățile marginale de afaceri, concediind sute de oameni, reducând riscurile. Apoi, ca și alte firme, Salomon a fost lovită grav în crahul de la bursă din 1987. Prețul acțiunilor a scăzut dramatic, deși dividendul preferențial generos al lui Buffett nu era în pericol. La o ședință ulterioară a comisiei de compensare la care a participat și Buffett, comisia a votat în favoarea modificării prețurilor la acțiunile ce puteau fi achiziționate de angajați, astfel încât să nu fie afectați de cădere. Buffett a fost de-a dreptul scandalizat – acționarii aveau de suferit! De ce reprezentau angajații o clasă privilegiată? Din acel moment, deși a rămas în consiliul de administrație, și-a asumat un rol pasiv. Îi plăcea în continuare Gutfreund și nu își făcea probleme în legătură cu investiția sa, dar își pierduse interesul în afacere.

Dezamăgirea produsă de firma Salomon a fost alinată de o performanță extraordinară în restul portofoliului Berkshire. Spre sfârșitul acelei decade, Buffett și Munger au început să cumpere pachete foarte importante din acțiunile Coca-Cola. Aceasta era o altă companie care nu îndeplinea criteriile normale de investiții ale lui Graham, dar urmărind cum Coke își extindea franciza și în cele mai îndepărtate colțuri ale lumii, au văzut în ea un izvor de câștiguri viitoare – și au avut perfectă dreptate. Berkshire a încheiat anul 1989 cu un randament al profitului din obligațiuni de 1,5 miliarde \$ valoare contabilă, sau 44% per acțiune. Era cireașa de pe tort pentru o decadă de aur a companiei: 1000 \$ investiți în Berkshire la 1 ianuarie 1980 valorau 12 774 \$ la sfârșitul lui 1989.

Uneori chiar și miliardarii calcă pe spini

Investiția făcută în Salomon s-a întors să-l bântuie pe Buffett, fiind la originea uneia dintre cele mai dificile perioade din cariera sa de afaceri. Pe scurt, iată ce s-a întâmplat:

Salomon era un „dealer primar“, una dintre puținele firme de elită care aveau privilegiul de a participa direct la licitațiile pentru obligațiuni guvernamentale. Toți ceilalți dealeri își cumpărau obligațiunile de la dealerii primari. Pentru a evita ca un singur dealer de acest gen să acapareze piața, guvernul a impus o limită de 35% în procentul dintr-o emisiune pe care o singură firmă îl putea achiziționa pentru revindere. Mai târziu, parțial din cauza jocurilor făcute de Salomon, regula a devenit și mai strictă, astfel încât nici un dealer primar nu putea nici măcar să liciteze pentru mai mult de 35%. Dar această limită de licitare nu se aplica și atunci când licita în numele clienților.

În februarie 1991, șeful departamentului de obligațiuni guvernamentale din cadrul Salomon, un tânăr afacerist pe nume Paul Mozer, a preluat la o astfel de licitație un exces de obligațiuni, licitând din partea unor conturi false ale clienților. În aprilie a aflat că guvernul investiga acele tranzacții și i-a spus șefului său, John Meriwether, care avea să devină mai târziu faimos grație fondului de investiții LongTerm Capital Management (LTCM). Meriwether a vorbit cu câțiva alți directori executivi, iar ei l-au informat pe Gutfreund. Toți au căzut de acord că trebuia raportat imediat, dar nimeni nu a făcut-o. (Eșecul a căzut în special pe umerii lui Gutfreund, deoarece, conform protocolului, el ar fi trebuit să-l sune pe șeful agenților Rezervei Federale din New York, E. Gerald Corrigan.) Mozer a declarat că era singura dată când încălcaseră regulile, a promis să nu mai facă asta niciodată, și i s-a permis să rămână la conducerea departamentului. Săptămânile treceau, iar amenințarea unei anchete părea să se îndepărteze.

O lună mai târziu, în mai, Mozer a utilizat o strategie similară pentru a executa o „monopolizare“ a emisiunii de note de trezorerie pe doi ani – obținând 85% din emisiune, conform reportajelor apărute ulterior în presă. Pierderile cauzate celorlalți dealeri este posibil să fi ajuns la 100 de milioane \$. De fapt, șefii lui Mozer bănuiseră că pune ceva la cale în mai și încercaseră să-i limiteze fondurile, dar Mozer îi păcălise și pe ei. Însă nu l-au concediat și au încasat un profit foarte mare de pe urma tranzacției sale.

Dar cum zvonurile despre monopol circulau intens pe Wall Street, Salomon a efectuat o anchetă internă și a găsit dovezi în sprijinul acuzației, inclusiv o cină înainte de licitație, la care participaseră Mozer și doi manageri ai unor fonduri speculative, care au licitat alături de el în acea tranzacție forțată. Dar au acceptat declarația lui Mozer că nu făcuse nimic intenționat. În iunie, Gutfreund s-a întâlnit cu un oficial al Trezoreriei, și-a cerut scuze pentru aparenta tranzacție forțată și s-a oferit să coopereze pentru orice fel de acțiune de remediere, dar a insistat că Salomon nu încălcaseră intenționat nici o regulă. Nu a menționat nici incidentul cu Mozer din februarie. În iulie, după ce a fost înștiințat că Departamentul de Justiție investiga tranzacția forțată din mai, Gutfreund a cerut firmei sale externe de avocatură, Wachtell Lipton, să reanalizeze activitatea de trader a lui Mozer. Raportul lor a arătat că Mozer apelase la licitații false de cel puțin cinci ori pentru a-și putea depăși limitele de licitare. Apoi, vara, Salomon a aflat că și SEC investiga acea tranzacție forțată.

Conducerea Salomon a decis să dea o declarație de presă prin care să admită că Mozer încălcaseră în mod repetat regulile. Când i-a fost citită lui Buffett înainte de a fi emisă, lui i s-a părut un eveniment minor. Pe 9 august, directorii executivi ai Salomon au participat la o teleconferință cu E. Corrigan și oficiali ai SEC, în cursul căreia au expus ceea ce știau despre practicile comerciale ale lui Mozer. Corrigan a fost șocat să afle că directorii îi ascunseseră informații anterioare. O formă sau alta de sancțiune disciplinară era în mod clar inevitabilă, dar

Corrigan aștepta să fie contactat din nou cât de curând pentru a i se prezenta detaliile „curățeniei” din firmă.

Au trecut trei zile, iar Corrigan nu a primit nici o veste, iar pe 12 august, povestea despre monopolizarea din mai a apărut în revista *Wall Street Journal*. Ignorând în continuare acțiunile reparatorii ale firmei Salomon, Corrigan, exasperat, le-a trimis o scrisoare în care amenința că le va retrage privilegiile de participare la licitații, acțiune care ar fi avut un potențial letal. Similar companiilor Lehman Brothers și Bear Stearns în 2008, Salomon avea un grad de îndatorare de aproape 40:1 (4 miliarde \$ în capital, susținând 150 de miliarde \$ în active) și se finanța aproape exclusiv de pe piețele financiare pe termen scurt. Pierderea rolului său de principal dealer primar al guvernului ar fi dat naștere la întrebări în legătură cu solvabilitatea sa. Chiar și o întrerupere temporară a finanțărilor pe termen scurt ar fi putut duce firma la faliment în câteva zile.

Directorii executivi ai companiei au purtat o discuție foarte neplăcută cu Corrigan pe data de 13 și au început să pregătească o declarație de presă în care să dezvăluie totul. Situația completă la zi a fost prezentată oficial și membrilor consiliului de administrație. Dar aceștia tot nu au aflat despre întâlnirea prea puțin inocentă a lui Gutfreund, din iunie, de la Trezorerie, nici despre ceea ce reprezenta efectiv o amenințare cu moartea din partea lui Corrigan. Până pe data de 16, când titlurile susțineau sus și tare că Salomon este în pragul falimentului, clienții începuseră să-și retragă conturile de schimb, iar traderii începeau să aibă probleme în operațiile cu împrumuturi pe termen scurt. Într-un final, recunoscând că în joc se afla chiar supraviețuirea firmei, Gutfreund a decis că trebuia să-și dea demisia și i-a cerut lui Buffett să preia rolul de președinte al consiliului de administrație. Nimic nu i-ar fi displicut mai mult lui Buffett, dar a înțeles, probabil, că era singurul om a cărui reputație în sine ar fi putut restabili încrederea. Așa că a acceptat. Spre marea sa jenă de mai târziu, nici atunci nu i s-a spus despre scrisoarea lui Corrigan.

Buffett a zburat la New York pentru o discuție dificilă cu Corrigan. Gutfreund și un al doilea director executiv au fost de acord să-și dea demisia. Meriwether și-a dat demisia a doua zi. Mozer fusese concediat. Dar firma era dată peste cap. Buffett a început să discute cu candidați interni pentru postul de CEO și l-a ales pe Deryck Maughan, un britanic respectabil, care nu fusese atins de scandal.

În timp ce se pregătea să preia fotoliul de președinte al consiliului de administrație, a primit o notă de la Trezorerie în care se confirma că Salomon va fi suspendată din poziția de dealer primar. Buffett a petrecut o zi întreagă telefonând persoanelor sale de contact – secretarul Trezoreriei, Nicholas Brady, și Alan Greenspan, printre alții –, dar Corrigan nu putea fi convins și nu credea că Salomon va falimenta cu adevărat. Într-un final, Buffett și-a jucat asul din mânecă – avea să refuze funcția de președinte, ceea ce *in mod sigur* ar fi dus la falimentul companiei. Corrigan a cedat, iar Trezoreria a fost de acord ca Salomon

să poată participa în continuare la licitații pentru propriile conturi, dar nu și pentru clienți, ceea ce era un aranjament suficient de bun pentru a înlătura cele mai grave temeri.

Buffett a salvat compania, dar a fost nefericit în tot acest timp. Personalul îl detesta pentru că tăia indemnizațiile speciale și primele. Angajații nu s-au arătat câtuși de puțin recunoscători pentru că le salvase locurile de muncă. El nu înțelegea filozofia Wall Street conform căreia totul se învârtea în jurul angajaților, nu a acționarilor. La o ședință importantă, o firmă de relații publice a venit să facă o prezentare despre gestionarea crizei. Buffett i-a scos afară dezgustat: „Nu se pune problema că am fi fost prost înțelegși, ce naiba”, a spus el. „Nu avem o problemă de «relații publice». Avem o problemă cu ceea ce *am făcut*.”¹²

Strategia lui Buffett, care se baza, probabil, pe neîncrederea sa față de cultura firmei Salomon, a fost simplă. Firma de avocatură a lui Charlie Munger a fost chemată să facă o analiză completă și minuțioasă a tranzacțiilor. Buffett s-a angajat în fața SEC și în fața Departamentului de Justiție că le va aduce la cunoștință toate constatările sale, incriminatoare sau nu. Inițial, aceștia s-au arătat neîncredători, dar, în cele din urmă, și-au dat seama că vorbea serios. Și s-a ținut de cuvânt. A avut aceeași abordare și la audierile în fața Congresului – avea să aducă la cunoștință oricărei autorități tot ceea ce știa, imediat cum afla ceva. (Abia în cursul uneia dintre audierile din Senat a aflat pentru prima dată, spre stupefacția sa, despre scrisoarea lui Corrigan din 12 august.)

A durat două luni, dar în mai 1992, autoritățile au decis să nu intenteze proces firmei Salomon. Aceasta a plătit amenzi și penalități de 290 de milioane \$, uriașe după standardele anterioare, dar destul de modeste date fiind circumstanțele. Gutfreund și alți câțiva directori executivi au plătit mici amenzi și au fost suspendați temporar din afaceri. Mozer a executat o sentință de patru luni de închisoare și i s-a interzis pe viață să mai facă afaceri în domeniu. Toate privilegiile de dealer ale firmei Salomon au fost restabilite.

Buffett își câștigase, în sfârșit, eliberarea din purgatoriu. Deși a rămas în consiliul de administrație, a coborât până la poziția de președinte interimar. Maughan a fost numit președinte și CEO al băncii de investiții Salomon Brothers Inc. și, spre surpriza celor de pe Wall Street, Bob Denham, avocatul de la firma lui Munger care condusesese ancheta lui Buffett asupra problemelor firmei Salomon, l-a înlocuit pe Buffett în postul de președinte al consiliului de administrație al societății de holding, dar cu un rol non-executiv. Buffett s-a simțit doar ușurat când a renunțat la rolul său executiv în cadrul companiei, dar, pentru lumea din afară, el devenise deja o legendă.

Patru ani mai târziu, Salomon a produs un profit uriaș pentru Berkshire atunci când Sandy Weill a cumpărat-o pentru Travelers, care avea să devină la scurt timp Citigroup.

Boom and bust

Piețele erau bune în anii 1990. Economisții și politicienii se certau pentru a se hotărî asupra politicilor sau președinților sau dacă doar Alan Greenspan era cel care merita mulțumirile. Adevărul este că nici unul dintre aceste elemente nu conta prea mult. Totul mergea bine pentru America. Generația „baby-boom“, care cauzase atâtea probleme în anii 1960 și 1970, ajunsese la vârsta productivității maxime, persoane de 40 și 50 de ani care economiseau puternic. Populația de peste 60 de ani nu mai creștea, pentru că absorbea tendința de natalitate scăzută din anii 1930. Oceanele de cerneală roșie guvernamentală, care se întindeau altădată „cât vedeai cu ochii“, se îndreptau rapid către un surplus – în special datorită faptului că taxele de securitate socială ridicate generau surplusuri mari în fondurile monetare. În plus, după 40 de ani de investiții ale guvernului, a rezultat Internetul, o tehnologie cu adevărat revoluționară care, pentru o vreme, a existat doar în America.

Indicele S & P 500 a încheiat anul 1990 puțin peste 300; opt ani mai târziu, a depășit 1000 – un câștig anual de 15% și chiar unul destul de lin. Buffett, ca de obicei, s-a descurcat mult mai bine, la o rată de capitalizare de peste 30%, multiplicându-și câștigurile pentru aceeași perioadă de opt ori. Valoarea netă din obligațiuni a firmei Berkshire, de 25,9 miliarde \$ în 1998, a crescut valoarea totală a acesteia la peste 57 de miliarde \$*. Propria avere a lui Buffett, conform *Forbes*, a explodat până la 36 de miliarde \$, asigurându-i un confortabil loc doi,

* De fapt, asta e mult prea puțin spus. Buffett evaluează întotdeauna firma Berkshire pe baza valorii sale „contabile“ după reținerea taxelor, practic valoarea netă a activelor sale. La sfârșitul lui 2007, acțiunile Berkshire se vindeau la dublul valorii sale contabile, astfel că profiturile acționarilor erau mult mai ridicate decât sugerează rapoartele lui Buffett. (La mijlocul lunii martie 2009, în plină criză a piețelor, acțiunile Berkshire oscilează puțin peste valoarea contabilă de la sfârșitul lui 2008.) Metodele de evaluare ale lui Buffett au ca rezultat câteva observații neobișnuite în raportare. Când Buffett cumpără o companie pe acțiuni, acțiunile sunt evaluate la prețul lor de pe piață, nu la valoarea contabilă (de obicei mai scăzută). Drept urmare, Buffett obține o valoare contabilă mai mare decât cea pe care o cedează, determinând o creștere a valorii contabile medii pentru acțiunile rămase. Buffett încalcă practicile tradiționale de pe Wall Street și prin faptul că preferă să plătească în bani gheață, chiar și atunci când prețul pe piață al acțiunilor Berkshire este ridicat. Majoritatea firmelor privesc acțiunile drept cea mai ieftină monedă de cumpărare. Buffett adoptă exact perspectiva contrară. Bani gheață nu îi aduc alt venit decât profitul de pe piețele financiare, în timp ce acțiunile pot capitaliza venituri la ratele lui Buffett. (Și cum rămâne cu încrederea în directorii executivi dacă aceștia consideră că acțiunile reprezintă o monedă mai ieftină decât banii gheață? Înseamnă că și-au înșelat acționarii?)

în urma bunului său prieten, Bill Gates, care înregistrase o avere de neegalat, cu 90 de miliarde \$.

În companiile Berkshire-Hathaway erau angajați aproape 48 000 oameni, cu până la 9500 mai mulți decât în anul precedent, în special datorită achizițiilor. O astfel de dezvoltare, se plângea Buffett, era cea care determina „umflarea companiilor“ în Omaha. „Sediul mondial“, cum îi plăcea lui Buffett să-l numească, avea 12,8 oameni, de la 12 câți avusese în 1997. Cei „0,8“, a continuat el, „nu se referă la mine sau la Charlie. Avem o persoană nouă la contabilitate, care lucrează patru zile pe săptămână. În ciuda acestei tendințe alarmante... anul trecut, cheltuielile noastre de regie după reținerea taxelor au fost de aproximativ 3,5 milioane \$, sau mult sub un punct bază (0,01 din 1%) din activele pe care le gestionăm“¹³. Câștigurile din exploatare erau de aproximativ 1,9 miliarde \$, două treimi din asigurare, iar restul dintr-un amestec pestriț de firme de *retail*, servicii aviatice, ziarul din Buffalo și altele. Câștigurile de capital din investiții erau de 2,5 miliarde \$. Marii câștigători erau Coca-Cola, Walt Disney (care cumpăraseră Capital Cities/ABC), Gillette și Wells Fargo.

John Meriwether a reapărut în viața lui Buffett, în 1994, cu fondul LTCM. Exilat de la Salomon, el recruta cei mai inteligenți traderi din lume, susținuți de genii recunoscute. Partenerii săi, Robert Merton și Myron Scholes, împărțiseră un Nobel pentru că inventaseră o parte din matematica de bază a metodelor moderne de investiții. Meriwether a atras pentru fond uimitoarea sumă de 1,25 miliarde \$, în pofida comisioanelor consistente de investiții de 2% din active, plus un sfert din profiturile din tranzacții. Însă, spre deosebire de numeroși manageri de fonduri speculative, asociații au angajat și cea mai mare parte a valorii lor personale nete, iar unii chiar au luat împrumuturi substanțiale pentru a crește participația inițială. Meriwether și-l dorea pe Buffett ca investitor principal și le-a făcut o prezentare lui Munger și Buffett, în Omaha. Strategia fondului LTCM era aceea de a miza pe mici nealinieri în prețurile unor instrumente standard similare, care aproape întotdeauna își reveneau la normal în scurt timp. Câștigurile din astfel de pariuri erau mici, dar erau obținute pe termen scurt și puteau fi amplificate prin îndatorare. Conform modelului matematic, riscul unei pierderi considerabile apărea cam o dată la un secol. Buffett și Munger au fost impresionați de inteligența partenerilor LTCM, dar au refuzat oferta. Ei nu investeau în fondurile altora.

În prezent, LTCM este un caz clasic de „cozi groase“ (*fat tails*) în finanțe. Matematica portofoliului imită modelul fizic al difuziei – o diagramă de dispersie a rezultatelor din trilioane de mici mișcări la întâmplare desenează ușor curba lui Gauss. În piețele liniștite, operațiile financiare sunt în mare parte similare. Dar piețele rămân rareori liniștite pentru mult timp, iar abaterile importante de la normă apar foarte frecvent în finanțe – așadar, curba lui Gauss a finanțelor are cozi groase. În 1998, când Rusia a devenit incapabilă să-și susțină

obligățiunile de stat, evenimentul a constituit o coadă groasă pentru LTCM, care se afla în tabăra greșită în acel moment, cu un grad de îndatorare foarte mare.

Partenerii LTCM au făcut o încercare futilă de a-l atrage înapoi pe Buffett. Rezerva Federală și-a dat seama cu întârziere că LTCM își crescuse gradul de îndatorare până la o poziție considerabilă de peste 100 de milioane \$, sumă obținută aproape integral din împrumuturi, și înregistra acum pierderi uriașe. Alan Greenspan, președintele consiliului de administrație al Rezervei Federale, a declarat ulterior în fața Congresului că falimentul acestuia ar fi putut să „afecteze economiile a numeroase națiuni, inclusiv a noastră”¹⁴. Jerry Corrigan aproape că a pus la punct un aranjament prin care Goldman și-ar fi asumat datoriile, susținut printr-o finanțare estimată la 3,5 miliarde \$ din partea lui Buffett. Buffett era de acord și chiar a trimis o ofertă scrisă, deși se afla în vacanță în ținuturile îndepărtate ale Alaskai. Dar tranzacția nu s-a realizat niciodată, probabil pentru că Meriwether nu își dorea să fie din nou angajatul lui Buffett. Într-un final, Corrigan a strâns fondurile necesare prin înarmarea puternică a unui consorțiu de 20 de bănci, care abia dacă au obținut un mic profit din tot acest proces. Buffett a rezumat întregul episod ca fiind un „exemplu de ce se întâmplă atunci când ai (1) o duzină de oameni cu IQ mediu de 160; (2) care lucrează într-un domeniu în care au împreună 250 de ani de experiență; (3) implică în afaceri o proporție uriașă din valoarea lor netă; (4) apelează la o îndatorare uriașă”¹⁵.

Buffett a avut câțiva ani neplăcuți la apogeul crahului *dot-com*. Regula lui era să nu investească niciodată în ceva ce nu înțelegea. Era un prieten și admirator al lui Robert Noyce, unul dintre co-fondatorii Intel, dar tot nu înțelegea Intel, așa că nu se amesteca în afaceri. Berkshire a înregistrat performanțe mult prea slabe în 1999 raportat la indicele S & P 500, câștigând doar 0,5%, față de cei 21% ai indicelui S & P, acesta fiind doar al patrulea caz de acest fel în 35 de ani. La conferința din Sun Valley din 1999, eveniment anual care îi reunea pe cei mai importanți jucători din media și finanțe, Buffett a ținut un discurs tipic, fermecător, dar sumbru despre supraevaluarea pieței, pe care majoritatea participanților la conferință păreau să îl considere definitiv depășit. El a rămas ferm pe poziție, deși suferea să audă plângerile acționarilor Berkshire legate de faptul că ratau spectaculoasa dezvoltare tehnologică. Dar a existat o a doua reprezentare, la conferința din 2001, în plină implozie a crizei *dot-com*. Nu a insistat mult pe asta – nu-i stătea niciodată în fire să o facă –, dar s-a bucurat de atenția reînnoită a publicului.

Anul 2001 a fost unul îngrozitor, sub mai multe aspecte, și a fost prima dată când Berkshire a înregistrat o pierdere, deși continua să aibă performanțe mai bune decât indicele S & P. Dar Buffett se descurca întotdeauna bine în perioadele de descreștere economică, iar performanța sa pe 2002 a fost de un superb 10% față de pierderea de 22% a indicelui S & P. În timp ce piața continua să se clatine, Buffett și Munger culegeau companii din toate părțile. La întâlnirea anuală

a acționarilor Berkshire din 2007, acestora li s-a spus că erau proprietarii a 76 de companii cu 233 000 de angajați. Marile câștiguri, atât sub formă de venituri, cât și în ceea ce privea producerea prețiosului „capital disponibil”, proveneau din operațiunile de asigurări, dar exista și un sector puternic de utilități. Dar mândria sa era o colecție „pestrită” de afaceri care produceau „de toate, de la acadele la rulote” și care aveau un randament mediu de 23% raportat la capitalul contabil, având totodată un grad foarte redus de îndatorare. Câteva dintre vechile sale favorite aveau în continuare performanțe remarcabile. Cumpărase, împreună cu Charlie, See’s Candies în 1972, contra sumei de 25 de milioane \$. În 2007, vânzările firmei erau de 383 de milioane \$ și produceau un profit de 82 de milioane \$. Magazinul de mobilă al doamnei B. avea vânzări de 400 de milioane \$; era unul dintre cele mai mari magazine de mobilă din țară și, ca întotdeauna, unul dintre cele mai profitabile. Valoarea contabilă a companiei Berkshire crescuse până la 120 de miliarde \$, deși portofoliul său de acțiuni, care încă valora de două ori mai mult decât prețul la care fusese achiziționat, scăzuse considerabil odată cu trendul descendent al pieței.¹⁶

O mențiune specială în legătură cu operațiunile de asigurări în caz de accident ale companiei Berkshire, deoarece sunt un exemplu clar al geniului unic, dar de bun simț, al lui Warren Buffett. Acestea reprezintă una dintre operațiunile de bază care contribuie la câștigurile companiei și la producerea de „capital disponibil”, sau surplus de bani gheață rezervați pentru obligații de plată a daunelor, dar disponibili pentru investiții curente. După cum subliniază frecvent chiar Buffett, asigurările de accidente reprezintă o afacere cu mărfuri în care competiția se dă pe prețuri. Însă tentația fluxurilor de numerar intrate în avans aproape că determină o concurență a prețurilor, atât de acerbă încât industria, per ansamblu, este de regulă neprofitabilă. Totodată, episoadele în care se oferă prețuri extrem de mici sunt urmate invariabil de episoade de sărăcie extremă, atunci când companiile afectate se retrag pentru a-și repara foile de bilanț. La Berkshire, regula era de a nu intra niciodată în jocul volumului mare. Compania trebuia să-și stabilească prețurile astfel încât să obțină profit – pierzând astfel din volumul de vânzări în ciclul războiului pe prețuri, dar apoi încasa o porție uriașă atunci când restul firmelor din domeniu își lingeau rănilile. Într-o perioadă de șase ani, de exemplu, volumele anuale de garantare ale firmei de asigurări din cadrul Berkshire, National Indemnity Company, au variat cu mai mult de zece ori. Dar compania a fost proiectată pentru o volatilitate a volumului – cheltuielile de regie sunt foarte suplă, astfel încât angajații sunt asigurați că nu vor fi concediați în perioadele de descreștere, iar pierderile din garantare sunt rare. În aproximativ patru ani din cinci, „capitalul disponibil” din asigurări le revine lor gratuit.

Lordul Warren cel înțelept

Pe măsură ce imaginea lui Buffett se transforma din cea de șmecheraș de provincie în cea de guru atotștiutor, scrisorile sale anuale către acționari au început să capete un ton de predică rostită din vârf de munte. Și pe bună dreptate era așa, pentru că treceau nebuniile cotidiene de pe Wall Street, practicile contabile și de management sub raza rece a unui simț practic foarte ieșit din comun. Iată câteva exemple:

Jocul limbajului pe Wall Street

„Cu câțiva ani în urmă, concurenții noștri erau cunoscuți drept «operatori de achiziții cu îndatorare». Dar acest titlu a devenit unul rău. Astfel că, în pur stil Orwellian, firmele de achiziții au hotărât să-și schimbe porecla... Noua lor etichetă a devenit cea de „capitaluri de risc“, nume care întoarce totul pe dos. Achiziționarea unei afaceri de către aceste firme are drept efect *reduceri* dramatice în partea de capital propriu din structura capitalului firmei achiziționate, în comparație cu cea existentă anterior. Câteva dintre aceste firme achiziționate, cumpărate în urmă cu doar doi sau trei ani, sunt acum în pericol de faliment din cauza datoriilor aruncate pe umerii lor de cumpărătorii cu capitaluri de risc... Firmele de capitaluri de risc, trebuie remarcat, nu se grăbesc să injecteze capitalul de care subordonatele lor au neapărată nevoie acum. În schimb, își păstrează fondurile rămase *foarte* private.“ – 2008

„Administratorii care sunt, probabil, *cel mai puțin* independenți sunt cei care câștigă o parte importantă din veniturile anuale din comisioanele pe care le primesc pentru serviciile din cadrul consiliului de administrație... Cu toate acestea, ei sunt exact acei membri ai consiliului care primesc cel mai adesea eticheta de «independenți».“ – 2004

„Terminologia greșită este inamicul raționamentului corect. Când companiile sau profesioniștii în investiții folosesc termeni precum «EBITDA» și «*pro forma*», vor ca tu să accepți concepte care sunt periculoase de defectuoase. (La golf, scorul meu este adesea sub nivelul așteptat pe o bază *pro forma*: am planuri ferme să-mi «restructurez» lovitură de aproape, de aceea voi număra doar balansurile pe care le fac înainte de a ajunge aproape de gaură.)“ – 2001

„Managerii care se gândesc la probleme de contabilitate nu ar trebui să uite una dintre glumele favorite ale lui Abraham Lincoln: «Câte picioare are un câine dacă îi spui și cozi picior?» Răspunsul: «Patru, pentru că doar spunându-i picior unei cozi, nu o transformi în picior.»“ – 1992

Grosolăniile contabile

„Vă pot asigura că erorile de calcul în afacerile cu derivate financiare nu au fost simetrice. Aproape invariabil, ele au fost în favoarea traderului care urmărea un bonus de câteva milioane de dolari sau a CEO-ului care dorea să raporteze «câștiguri» impresionante (sau ambele). Doar mult mai târziu ajungeau acționarii să afle că aceste câștiguri raportate erau o păcăleală.“ – 2002

Despre neînregistrarea la cheltuieli a emisiunilor de opțiuni pentru acțiuni. „Gândiți-vă pentru o clipă la cele 190 de milioane \$ pe care îi vom folosi pentru publicitate la GEICO anul acesta. Să presupunem că în loc să plătim cu bani gheață pentru reclamele noastre, am plăti presei opțiuni Berkshire pe zece ani la valoarea de piață. S-ar obosi atunci cineva să susțină că Berkshire nu a suportat un cost pentru publicitate sau nu ar trebui ca acest cost să fie consemnat în registrele sale?“ – 1998

„Denaturarea *la modă* este «restructurarea cheltuielilor», o intrare contabilă care, desigur, poate fi legitimă, dar cel mai adesea este un instrument de manipulare a câștigurilor. [...] O parte mare din cheltuielile care ar trebui distribuite corect pe parcursul a câțiva ani este aruncată într-un singur trimestru, de regulă unul deja predestinat să dezamăgească investitorii... [conform] sugestiei cinice că Wall Street nu va avea nimic împotriva dacă profiturile scad cu 5 \$ pe acțiune într-un anumit trimestru, atâta timp cât această deficiență asigură că profiturile trimestriale din viitor vor depăși constant așteptările cu cinci cenți pe acțiune.

Acest comportament de tipul aruncă-totul-într-un-trimestru sugerează o atitudine corespunzătoare, «curajoasă și plină de imaginație», față de scorurile la golf. În prima rundă a sezonului, jucătorul de golf ar trebui să-și ignore performanța reală și să-și umple registrul cu numere mizerabile – lovituri duble, triple, cvadruple –, apoi să dea un scor de, să zicem, 140. După ce și-a stabilit această «rezervă» [el poate ulterior] să-și socotească găurile bune, dar nu și pe cele rele [care] ar trebui în schimb aruncate pe spinarea rezervei... și-l vom clasifica pe eroul nostru drept un trăgător de 80.“ – 1998

Vânzătorii șarlatani

Despre consultanții de pensii care insistă pentru diversificare: „[Să presupunem că un investitor a achiziționat] o participație de, să zicem, 20% din viitoarele câștiguri ale unui număr de jucători de baschet remarcabili, aflați la facultate. Câțiva dintre aceștia vor ajunge vedete în NBA, iar încasările investitorului de pe urma lor vor domina curând fluxul său de redevențe. Să sugerăm

că acest investitor ar trebui să vândă părți din cele mai de succes investiții ale sale doar pentru că au ajuns să-i domine portofoliul e ca și cum am sugera ca Chicago Bulls să-l vândă pe Michael Jordan pentru că a devenit atât de important pentru echipă.“ – 1996

„Susținătorii îndatorării ne-au spus că [prăbușirea obligațiunilor speculative] nu se va produce: îndatorarea uriașă, ni s-a spus, îi va determina pe managerii operaționali să-și concentreze eforturile mai mult ca niciodată, după cum, în cazul unui pumnal montat pe volan, ar fi de așteptat ca șoferul să conducă mult mai atent. Recunoaștem că un astfel de mijloc de captare a atenției l-ar face pe șofer să fie foarte prudent. Dar o altă consecință sigură ar fi un accident mortal – și deloc necesar – dacă mașina ar prinde o groapă sau o bucată de gheață cât de mică. Drumurile în afaceri sunt presărate cu gropi; un plan care presupune evitarea lor este un plan pentru dezastru.“ – 1990

„Astfel, a spus vânzătorul cel prietenos, un portofoliu diversificat de obligațiuni speculative va avea un randament mai mare decât un portofoliu de obligațiuni cu *rating* mare. (Feriți-vă de «dovezi» ale performanțelor trecute din finanțe: Dacă secretul bogăției s-ar găsi în cărțile de istorie, topul *Forbes 400* ar fi format doar din bibliotecari.) [...] Ca de obicei, entuziasmul Wall Street față de idee a fost proporțional nu cu meritul său, ci cu venitul pe care l-ar produce. Munți întregi de obligațiuni speculative au fost vânduți de către cei cărora nu le păsa către cei care nu gândeau – și nici una dintre categorii nu ducea lipsă de oameni.“ – 1990.

„Pe Wall Street [obligațiunile cu cupon zero] au fost primite cu entuziasmul pe care oameni mai puțin luminați l-ar fi arătat față de roată sau de plug. Apăruse, în sfârșit, un instrument care le permitea traderilor de pe Wall Street să facă tranzacții la prețuri care nu mai erau limitate de rentabilitatea lor economică. [...] Obligațiunea cu cupon zero... prezintă o atracție în plus pentru agenți și pentru bancherii de investiții, și anume faptul că perioada dintre momentul de nebunie și cel de prăbușire poate fi extinsă. Iar acesta este un avantaj important. Dacă perioada scursă până în momentul în care trebuie înfruntate toate costurile este lungă, agenții pot crea un șir de tranzacții nebunești și încasa numeroase comisioane – înainte ca vreo găină să se întoarcă acasă pentru a ciuguli din investițiile sale anterioare.“ – 1989.

„[Agenții de tranzacții] au aplicat, de-a lungul timpului, același tip de judecată și stăpânire în a accepta bani pe care au aplicat-o alcoolicii în a accepta băutură. Așadar, comportamentul unui bancher ar trebui să se ridice cel puțin la nivelul unui barman responsabil care, atunci când e nevoie, refuză profitul

pe care l-ar obține din următoarea băutură ca să nu trimită un bețiv pe autostradă. În ultimii ani, din păcate, multe firme importante de investiții au considerat că moralitatea unui barman este un standard intolerabil de restrictiv.“ – 1989.

Despre „asigurarea portofoliilor“ sau ordinele de anulare a pariurilor pe piețele *futures* atunci când prețurile la acțiuni scad: „[Strategia] susține că un fond de pensii sau o universitate... când deține un portofoliu de companii precum Ford sau General Electric... cu cât e mai redusă valoarea la care sunt evaluate companiile, cu atât mai mult trebuie vândute. Corolarul «logic» al acestei abordări le cere instituțiilor să reachiziționeze aceste companii – și nu *inventez asta* – imediat ce prețurile lor au crescut din nou considerabil. Dacă ne gândim că există sume uriașe gestionate de manageri care urmează astfel de practici demne de Alice-în-Țara-Minunilor, e oare surprinzător că uneori piețele se comportă într-un mod aberant?“ – 1987

„Atunci de ce sunt cifrele din «fluxul de numerar» [excluzând cheltuieli de capital] atât de populare în ziua de azi? Ca răspuns, ne recunoaștem cinismul: credem că aceste numere sunt folosite frecvent de cei care promovează afaceri și valori mobiliare, în încercarea de a justifica ceea ce este de nejustificat (și de a vinde astfel ceea ce nu s-ar putea vinde).“ – 1986

Nebuniile directorilor executivi

„Dar acum răscumpărările [de acțiuni] sunt ultimul răcnet, și sunt cel mai adesea făcute dintr-un motiv ascuns și, după părerea noastră, rușinos: pentru a determina o creștere sau pentru a susține prețul la acțiuni. Acționarul care hotărăște să vândă în ziua de azi este, desigur, avantajat. [...] Dar acționarul care *continuă* este penalizat prin răscumpărări peste valoarea intrinsecă. [...] Iar, uneori, companiile susțin că răscumpără acțiuni pentru a compensa acțiunile emise atunci când se exercită opțiunile de achiziție a acțiunilor la prețuri mult mai mici. Această strategie de „cumpără scump, vinde ieftin“ a fost utilizată de numeroși investitori ghinionisti – dar niciodată intenționat! Însă structurile de management par să urmeze această activitate perversă cu inima ușoară.“ – 1999

„Trist este faptul că cele mai multe achiziții majore prezintă un dezechilibru scandalos: ele reprezintă o mină de aur pentru acționarii firmei achiziționate; majorează venitul și statusul corpului de management al firmei care face achiziția; și sunt ca un borcan de miere pentru bancherii de investiții și alți

profesioniști din ambele tabere. Dar, din păcate, de obicei au efectul de a reduce profitul acționarilor firmei care face achiziția, adesea, cu mult.“ – 1994

„Imperativul instituțional [al afacerilor] ... (1) Ca și cum s-ar supune primei legi a mișcării a lui Newton, o instituție va rezista oricărei schimbări în direcția sa actuală; (2) După cum munca se dilată pentru a umple timpul disponibil, proiectele și achizițiile companiilor vor îmbrăca o formă în care să absoarbă toate fondurile disponibile; (3) Orice poftă în afaceri a conducătorului, oricât ar fi de nebunească, va fi imediat susținută de studii detaliate asupra ratei profitului și studii strategice realizate de oamenii săi; și (4) Comportamentul companiilor de același nivel, indiferent că se extind, achiziționează, implementează compensații executive sau fac orice altceva, va fi imitat fără nici un temei logic.“ – 1989

„Directorii executivi rareori le spun acționarilor că au strâns un cârd de incompetenți care să le conducă operațiunile. Ezitarea lor în a face asta conduce uneori la niște rapoarte anuale ciudate. Adesea, în scrisoarea sa către acționari, un CEO va umple pagini întregi cu detalii despre performanțele companiei, care sunt de-a dreptul deplorabile. Cu toate acestea, va încheia cu un paragraf călduros în care își va descrie colegii din management drept «bunul nostru cel mai de preț». Astfel de comentarii te fac uneori să te întrebi cum anume ar putea fi restul bunurilor.“ – 1987

„[De ce achiziții?] (1) Liderii, de afaceri sau de alt tip, rareori sunt lipsiți de vitalitate și adesea savurează o creștere a activității și a provocărilor... (2) Cele mai multe organizații, de afaceri sau de alt tip, se apreciază singure sau sunt apreciate de alții și își recompensează managerii după etalonul mărimii mult mai mult decât după oricare altul... (3) Numeroase echipe de management par să se fi confruntat excesiv, la vârsta impresionabilă a copilăriei, cu povestea în care prințul fermecat este eliberat din corpul de broscui prin sărutul unei frumoase prințese.“ – 1981

Guvernanta corporațională

[Fiecare fond de investiții, majoritatea fiind fonduri mutuale, trebuie să aibă un consiliu de administrație cu administratori care să nu facă parte dintre angajați și care sunt fiduciar ai investitorilor] „Multe mii de consilii de administrație ale firmelor de investiții se întrunesc anual pentru a îndeplini sarcina esențială de a-l selecta pe cel care va supraveghea interesele milioanelor de proprietari pe care îi reprezintă. An de an, consiliul de administrație al Fondului A îl alege pe managerul A, consiliul Fondului B îl alege pe managerul B etc.,

Într-un proces apatic ce reprezintă o batjocură la adresa unei administrații veritabile.“ – 2002

„Este aproape imposibil, de exemplu, ca într-o sală de ședințe plină de oameni manierați să pui întrebarea dacă CEO-ul ar trebui înlocuit. E la fel de jenant să pui la îndoială o achiziție care a fost aprobată de CEO. În sfârșit, când comisia de compensare – înarmată, ca întotdeauna, cu un raport redactat de un consultant foarte bine plătit – îi raportează CEO-ului despre o emisiune de opțiuni, dacă directorul ar sugera comisiei să se mai gândească, ar fi ca și cum ar râgâi în timpul cinei.“ – 2002

Diverse perle

Despre plângerile directorilor executivi conform cărora birocrății cheltuiesc banii contribuabililor ca și cum ar fi din propriul buzunar: „Salomon... avea un frizer, pe nume Jimmy, care venea în fiecare săptămână să-i tundă gratis pe cei mai importanți oameni din firmă. [...] Apoi, în urma unei hotărâri de reducere a costurilor, acestora li s-a spus să-și plătească singuri tunsul. Unul dintre principalii directori executivi... a trecut imediat la un program de o-dată-la-trei-săptămâni.“ – 2006

„Fabula Gotrocks“: Gotrocks este o familie care deține toate companiile din America. În fiecare an, după reținerea taxelor, valoarea lor netă crește cu 700 de miliarde \$. Familia împarte banii în mod egal și toți devin fabulos de bogați. Apoi unii membri decid că ar trebui să se poată descurca mai bine decât alții, așa că își angajează „ajutoare“ care, în schimbul unui comision, le vor îmbunătăți poziția prin tranzacții. Din moment ce familia oricum deține totul, ei doar rearanjează activele. Dar costurile suplimentare reduc averea netă a familiei, iar cei mai mulți membri sfârșesc cu bani mai puțini. Astfel că ei angajează consultanți mai sofisticăți și pe care îi plătesc mai bine, ajungând în cele din urmă să le plătească acestora comisioane de fonduri speculative și comisioane de management al capitalurilor de risc. Începe o cursă a înarmării pe măsură ce membrii familiei angajează ajutoare tot mai sofisticate. Nu după mult timp, așa cum se întâmplă și în prezent, comisioanele către ajutoare ajung să consume 20% din profitul afacerii. Buffett încheie această poveste tristă expunând cea de-a patra lege de mișcare a lui Newton: „Pentru investitori per ansamblu, profiturile scad pe măsură ce mișcarea se intensifică.“ – 2005

Despre spiritul gregar al investitorilor și directorilor executivi: „Lemingii pot fi luați în răs în mod colectiv, dar niciodată nu va fi criticat un anumit exemplar“. – 2004

„[Instrumentele derivate] pot exacerba problemele care au copleșit compania din cu totul alte motive. Acest efect de acumulare apare din cauză că numeroase contracte cu instrumente derivate presupun ca o companie care își pierde din solvabilitate să prezinte imediat garanții către celelalte părți implicate... [ceea ce poate] impune o cerere uriașă și neașteptată de garanții în bani. [...] Totul se transformă într-o spirală care poate duce la dezintegrarea companiei.“ – 2002.

[Avertizarea lui Buffett descrie perfect ceea ce s-a întâmplat cu grupul AIG șase ani mai târziu.]

Despre „distribuția în coadă lungă“ a pierderilor din asigurări de accident. Un membru al familiei a întrebat-o pe sora sa de ce continua să primească facturi de la înmormântarea tatălui lor, deși trecuseră șapte ani de la eveniment. „Oh“, a răspuns ea, „am uitat să-ți spun. L-am îngropat pe tata într-un costum închiriat“. – 2001

Despre strategia de investiții a companiei Berkshire: „Încercăm să organizăm achizițiile în funcție de *preț*, și nu de *moment*. Din punctul nostru de vedere, e o nebunie să renunți la achiziția unei afaceri remarcabile, al cărei viitor pe termen lung este previzibil, din cauza unor îngrijorări pe termen scurt în legătură cu o economie sau o bursă, despre care știm că sunt imprevizibile. De ce să dai cu piciorul unei decizii întemeiate din cauza unei presupunerii neîntemeiate?“ – 1994

Despre planificarea bugetelor: „Eu și Charlie nu credem în bugete de exploatare flexibile. [...] Nici nu înțelegem adăugarea de oameni sau activități care nu sunt necesare doar pentru că profiturile sunt înfloritoare, și nici renunțarea la oameni sau activități esențiale doar pentru că rentabilitatea se reduce. [...] Scopul nostru este să facem ceea ce e logic pentru clienții și angajații Berkshire, în orice moment, și să nu adăugăm nimic din ce nu este necesar. («Dar cum rămâne cu AVIONUL COMPANIEI?» veți întreba obraznic. Ei bine, ocazional, omul trebuie să se ridice deasupra principiului.)“ – 1987

[Buffett și Munger au botezat acel avion *Impardonabilul*.]

Despre asiguratorii de accidente: „În marea majoritate a afacerilor, desigur, companiile în insolvență rămân fără bani. În asigurări, e altfel; poți să fii falit, dar să-ți meargă bine. Pentru că banii vin la emiterea unei polițe de asigurare, iar pierderile sunt plătite mult mai târziu, asiguratorii aflați în insolvență nu rămân fără bani decât la mult timp după ce au rămas fără valoare netă. De fapt, acești „morți umblători“ își intensifică adesea eforturile de a emite polițe de asigurare, acceptând aproape orice preț sau risc, doar pentru a asigura un flux continuu de numerar spre companie.“ – 1984

Despre inflație: „Un comentator prietenos, dar cu spirit de observație a subliniat cu privire la Berkshire că valoarea noastră contabilă la sfârșitul lui 1964 ar fi cumpărat aproximativ o jumătate de uncie de aur, iar 15 ani mai târziu, după ce am cultivat toate câștigurile cu mult sânge, sudoare și lacrimi, valoarea contabilă produsă ar putea cumpăra cam tot aceeași jumătate de uncie.“ – 1979

Urmează prăbușirea

Berkshire-Hathaway a avut un an dificil în 2008, dând naștere aceluiași val de îngrijorări ca și cu o decadă în urmă, cum că „Buffett își ieșea din mână“. Pe tot anul, valoarea contabilă per acțiune a firmei Berkshire a scăzut cu 9,5%, ceea ce marca doar cea de-a doua reducere a valorii contabile din istoria sa, și cea mai gravă. (Însă raportat la indicele S&P 500, care era obiectivul de performanță al lui Buffett, firma mergea foarte bine, depășind indicele cu 27,4% – dar Buffett nu se mândrea cu asta.)

Reducerea valorii contabile a fost determinată în întregime de două elemente. Primul și cel mai important a fost căderea în apreciere nerealizată a portofoliului de investiții Berkshire – toate acțiunile favorite ale lui Buffett, precum Coca-Cola și American Express, au fost lovite puternic la bursă. Deși își reproșa lui însuși unele achiziții și vânzări (sau, din contră, că nu a vândut cât ar fi trebuit), Buffett nu își face probleme, în general, din cauza prețurilor la bursă; ceea ce îl interesează este valoarea pe termen lung. Valoarea de piață a acelor acțiuni a continuat să scadă dramatic pe tot parcursul primului trimestru.

A doua sursă de pierderi în valoarea contabilă a fost o pierdere netă de 14,4 miliarde \$ din instrumente derivate. Dar ce putea să facă cu pozițiile sale tocmai Warren Buffett, cel care ataca instrumentele derivate ca fiind „arme financiare de distrugere în masă“, astfel încât să-i afecteze atât de mult câștigurile? Citiți ce e scris mărunț în notele de subsol financiare și veți vedea că știe exact ce face.

Cea mai puternică lovitură a fost de 10 miliarde \$ în pierderi din „marcarea la piață“ (*mark-to-market*) pe „opțiuni de vânzare pe indici de acțiuni“. Berkshire a încheiat contracte cu deținători instituționali de acțiuni pentru a limita pierderile acestora în raport cu anumiți indici bursieri. Contractele sunt scrise cu referire la indicele S&P 500 în Statele Unite și indici comparabili în Londra, Europa și Japonia. Acestea sunt opțiuni „europene“. Fiecare parte contractuală care face o plată în avans primește garanția că, la o anumită dată din viitor, indicele său de referință nu va fi sub nivelul său de la data încheierii contractului. Data din viitor pentru toate contractele este plasată la intervale între 19 și 28 de ani de la executarea contractului, cu o durată de viață medie rămasă de treisprezece ani și jumătate. Până la sfârșitul lui 2008, Berkshire încasase plăți

în avans de 4,7 miliarde \$ care să garanteze portofolii în valoare de aproximativ 37 de miliarde \$. Deoarece avansul reprezenta 13% din totalul portofoliului, Berkshire nu avea să încaseze pierderi decât dacă indicii medii de referință erau cu 13% mai scăzuți la datele de referință din viitor față de datele de execuție – fără a mai lua în calcul și utilizarea liberă a sumei de 4,7 miliarde \$ în toți acești ani. (Creșterile sau scăderile unui indice înainte de data de referință sunt irelevante. Singurul care contează este nivelul indicelui la acea dată aleasă anume ca referință.)

De ce „pierdere”? Berkshire adoptă cea mai conservatoare metodă contabilă posibilă, înregistrând ca pierdere fără acoperire în numerar plata netă (pierdere la plată, comision mai mic) pe care *ar fi trebuit* să o facă dacă data de referință ar fi fost 31 decembrie 2008. Fără îndoială, este *posibil* – dacă Statele Unite și restul lumii se prăbușesc într-o criză economică de peste zece ani, în stilul Japoniei – ca Berkshire să sfârșească prin a face plăți mari, dar 13 ani reprezintă o perioadă lungă de timp, și nu e nici pe departe probabil să se întâmple. Pentru ca plata maximă posibilă de 37 de miliarde \$ să fie revendicată, ar trebui ca toți indicii de referință să fie la zero la datele de referință.*

Prețul acțiunilor Berkshire a scăzut dramatic în 2008, dar lui Buffett nu i-a păsător niciodată de prețurile acțiunilor sale. El urmărește valoarea contabilă a companiei sau activele nete, un număr solid pe care oricine îl poate citi din registrele financiare. Nu e el omul care să se joace cu piețele. Pe scurt, nu există nici o dovadă că, la vârsta de 78 de ani, Buffett și-ar fi ieșit cât de puțin din mână. Însă în momentul când această carte se pregătea de tipărire, una dintre agențiile de rating (Fitch) a redus rating-ul companiei Berkshire-Hathaway de la AAA la AA+, citând atât pierderile din instrumente derivate, cât și dependența companiei de Buffett.

* Buffett adoptă o perspectivă foarte conservatoare asupra evaluării, cu mult mai conservatoare decât e nevoie după standardele contabile. Plasamentele sunt toate instrumente ajustate clasificate drept active „de nivelul 3”, care nu au standard de măsură relevant pe piață. Astfel încât Buffett ar putea să le evalueze doar raportat la un model intern, de exemplu, culoarul de variație estimată pentru prețurile de decontare la data contractelor. De ce ar plăti cumpărătorii de opțiuni atât de mult pentru contracte? Se presupune că sunt instituții, precum numeroase fonduri de pensii private, pentru care contează foarte mult să nu încaseze pierderi din marcarea la piață și sunt dispuse să plătească pentru a stabili o bază de siguranță pentru valoarea proprietăților lor în valori mobiliare.

Consilier prezidențial

Într-un moment critic al campaniei prezidențiale din 2008, când Barack Obama se lupta să-și dovedească buna-credință în politica economică, atât Buffett, cât și Paul Volcker au devenit persoane foarte vizibile la evenimente economice organizate de Obama, de exemplu, la o prezentare, în octombrie, a unui prim plan de stimulare economică.

Cum credea că se va descurca Obama? a fost întrebat într-un interviu PBS pe teme largi. „În acest moment, nu cred că există nimeni mai bun pe care să-l aveți ca președinte decât Barack Obama. El înțelege economia. E un tip foarte deștept. E genul de gânditor rațional și cu sânge-rece.”

Ce fel de sfaturi îi dădea despre economie? „(Râzînd.) Îi spuneam că afacerile vor fi *îngrozitoare*.” Dar a continuat: „[El] are ideile corecte. Crede în aceleași lucruri în care cred și eu. Că cele mai bune vremuri ale Americii sunt încă înaintea noastră și că avem o mașinărie economică grozavă; acum tușește. Iar el crede că am putea găsi o metodă mai echitabilă de a distribui recompensele acestei mașinării grozave. Dar nu are nevoie de sfaturile mele pentru nimic.”

Ce politici economice ar funcționa cel mai bine? „Răspunsul e că nimeni nu știe. Economistii nu știu. [...] Vei folosi toate armele pe care le ai ca să lupți. Iar oamenii nu știu exact care sunt efectele. Economistilor le place să vorbească despre asta, dar la urma urmei s-au înșelat foarte, foarte tare, și mulți dintre ei în perioade recente, asupra acestui lucru. [...] Știm că, în timp, mașinaria americană funcționează excelent și va funcționa excelent din nou.”

Ne creăm noi probleme? „Întotdeauna. [...] Adică, administrez pacientului o doză de medicamente la o scară cum nu s-a mai văzut în această țară. Și vor exista efecte ulterioare, iar acestea nu pot fi prevăzute exact. Dar, fără îndoială, există potențial pentru consecințe inflaționiste care ar fi semnificative.”

Care e reversul medaliei? „Ei bine... reversul medaliei e, practic, acela că riști să pui în mișcare forțe care vor fi foarte greu de oprit când va fi vorba de inflația apărută inerent, și creezi un dezechilibru în guvern între venituri și cheltuieli, dezechilibru care e mult mai ușor de creat decât va fi de corectat ulterior, dar astea sunt probleme pe care merită să ni le asumăm – însă nimic nu vine pe gratis.”

Avem nevoie de o mai bună reglementare? „Din momentul în care piața imobiliară a devenit o bulă, nu cred că ar mai fi putut fi oprită de nimeni. Când toți oamenii din țara asta sunt convinși că prețurile caselor lor vor crește la nesfârșit și fiecare bancă începe să acorde planuri de rate foarte ușoare, atunci se va forma o bulă.”

Ar fi fost posibil ca reguli mai bune să împiedice acest lucru? „Păi, probabil că e nevoie de unele reguli noi, dar nu cred că sistemul de reglementare ar fi putut opri asta. [...] Odată ce publicul american, Congresul SUA, toți

comentatorii, întreaga presă și toți ceilalți au început să creadă că prețurile caselor nu puteau decât să crească, deja se forma o bulă... Adică, aveai probabil case în valoare de 22 de trilioane de dolari. Era cel mai valoros bun pentru majoritatea familiilor americane, iar voi le-ai permis să împrumute echivalentul a 100% din această valoare, în numeroase cazuri... și le-ai permis să refinanțeze până când au ajuns să ia tot mai mult și mai mult, ca de la un ATM bancar... Formarea bulei era imposibil de evitat.“

Dar toată lumea cere mai multe reguli. „Ei bine, ai nevoie doar ca oricine își cumpără o casă să plătească un avans de 20% și să te asiguri că plățile nu depășesc o treime din venitul lor. Astfel nu am mai avea niciodată o criză majoră în imobiliare.... [Dar acum] tu ai o casă a ta și vii să spui că un om care are doar 5% din avans să nu-și ia casă. Așa că, zic eu, e foarte greu să scoți legi. [...] În economie e cam așa: nu poți să faci doar un singur lucru, și unde se atinge punctul de echilibru în asta va fi o chestiune politică. Eu presupun că nu se va face foarte bine, dar asta e în natura politicii.“¹⁷

Când am început să lucrez la această carte, eram foarte curios să aflu părerea lui Buffett în legătură cu regândirea reglementărilor și repornirea economiei, cu atât mai mult cu cât fusese o prezență atât de vizibilă și în timpul campaniei lui Obama și în primele faze ale tranziției. Am fost destul de dezamăgit când mi s-a spus că nu acorda interviuri în perioada pe care eu o dedicasem scrisului. Dar nu a fost o mare surpriză, pentru că tocmai își petrecuse cinci ani colaborând la realizarea excelentei cărți a lui Alice Schroeder, *Snowball*, experiență pe care, pe bună dreptate, ar fi putut s-o considere un vaccin împotriva viitorilor interviatori. Cu cele peste 900 de pagini ale sale, *Snowball* cuprinde, într-adevăr, aproape tot ceea ce și-ar dori un om rezonabil să știe despre Buffett sau metodele sale, cu excepția acestui unic subiect.

În același timp, după ce am citit toate scrisorile disponibile ale lui Buffett către acționari, și mult mai multe despre el, eram destul de sigur că un interviu despre problema reglementării ar fi avut un efect dezamăgitor, că ar fi spus în mare parte ceea ce spusese și în cursul interviului PBS, pentru că nu e genul de întrebare care să-l fascineze. (După ce întrebările despre politică ale reporterului au fost epuizate, a schimbat bucurios subiectul vorbind despre Ben Graham.)

Roger Lowenstein, în propria biografie excelentă a lui Buffett – la care Buffett nu a colaborat –, insistă asupra întrebării de ce Buffett continuă să-l omagieze pe Graham, deși el se abate atât de frecvent de la principiile lui Graham. El sugerează că Buffett este un discipol al lui Graham mai puțin în ceea ce privește tehnica și mai mult prin temperament și atitudine, care ar putea fi mai importante. Consider că are dreptate. Adevărata esență a lui Graham, așa cum este filtrată prin Buffett, nu ține de regulile detaliate. E doar o atitudine onestă față de investiții. Uită de teorii, rămâi autentic și simplu. Lăsând la o parte circumstanțele speciale ale achizițiilor lui Buffett, principiile lui erau destul de constante –

analizează valoarea, găsește afaceri care ar trebui să funcționeze și pe termen lung și în care modelul economic este curat și direct.

O astfel de gândire nu se transpune prea bine în probleme de reglementare. Reglementarea este un joc al umbrelor de tipul dacă-noi-facem-asta-ei-vor-face... și așa mai departe. Lumea lui Buffett e una în care el își urmează propriul drum și nu-l interesează câtuși de puțin ce fac toți ceilalți.

Să-l comparăm cu George Soros, care este un maestru al lumilor din umbră – ce altceva a fost lovitura sa împotriva lirei? – și care este foarte interesat de reglementare. Pe tot parcursul crizei, într-un șir de declarații și articole, el a venit cu câteva propuneri ingenioase și, de regulă, practice. Aceasta este doar o altă axă a contrastului dintre Soros și Buffett, cei doi investitori cu cel mai mare succes din istorie, abordându-și profesia din direcții complet diferite și fiecare având exact aceeași părere asupra guvernării și reglementărilor ca în orice altă problemă.

Note

¹ Benjamin Graham și David L. Dodd, *Security Analysis*, ediția 1951 (New York: McGraw-Hill, 2005), pag. 389.

² Ibidem, pag. 408.

³ Toate citatele de la și despre acest eveniment sunt luate din relatarea ulterioară a lui Buffett, Warren E. Buffett, „The Superinvestors of Graham-and-Doddsville“, *Hermes* (1984); disponibilă în variantă republicată la <http://www4.gsb.columbia.edu/hermes/superinvestors>.

⁴ Detaliile biografice și istoricul investițiilor lui Buffett se bazează pe lucrările lui Alice Schroeder, *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life* (New York: Bantam Books, 2008); Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995); și rapoartele anuale ale companiei Berkshire-Hathaway. Cartea lui Schroeder a fost scrisă în colaborare perfectă cu Buffett. Buffett nu a discutat niciodată cu Lowenstein, dar nici nu a împiedicat pe nimeni să discute cu el. Ambele cărți sunt excelente, iar eu m-am folosit în general de amândouă când mă documentam în privința unor tranzacții individuale. Deoarece Schroeder a realizat interviuri ample cu Buffett și l-a însoțit în călătoriile importante, ea reprezintă principala sursă de citate din Buffett.

⁵ Schroeder, *Snowball*, pag. 201.

⁶ Ibidem, pag. 241.

⁷ Ibidem, pag. 265.

⁸ Ibidem, pag. 414.

⁹ Ibidem, pag. 466.

¹⁰ Adam Smith, *Supermoney* (New York: Wiley, 2006), pag. 190.

¹¹ Berkshire Hathaway Inc., Scrisoarea președintelui consiliului de administrație către acționari, 1984.

¹² Schroeder, *Snowball*, pag. 602.

¹³ Ibidem, pag. 198.

¹⁴ Comisia Congresului pentru Servicii Bancare și Financiare, 1 octombrie 1998.

¹⁵ Schroeder, *Snowball*, pag. 659.

¹⁶ Berkshire Hathaway Inc., Scrisoarea președintelui consiliului de administrație către acționari, 2007.

¹⁷ PBS Nightly Business Report, 22 ianuarie 2009; transcrierea este disponibilă la <http://www.pbs.org/nbr/site/onair/transcripts/090122t/>.

VOLCKER

PERIOADA DE OPT ANI PE CARE PAUL VOLCKER a petrecut-o ca președinte al consiliului de administrație a Rezervei Federale (Sistemului Federal de Rezerve al Statelor Unite) a reprezentat episodul central al carierei sale profesionale, și este recunoscută universal drept una dintre cele mai mari performanțe în serviciul public din istoria recentă. Dacă ar exista un premiu Nobel pentru servicii guvernamentale, numele lui Volcker ar fi pe lista finaliștilor.¹

Volcker și-a petrecut aproape întreaga viața profesională ocupându-se de crize financiare – falimente bancare, dezechilibre globale, crahuri economice. Prin caracterul și prezența sa, el reprezintă modelul bancherului universal – înalt (2,01 m), impozant, sever, dar întotdeauna politicoș și cu un fin simț al umorului în particular. Crizele care i-au definit cariera pot fi privite aproape toate ca parte a efectelor reflexe ale prăbușirii sistemului financiar internațional „Bretton Woods“, creat la sfârșitul celui de-Al Doilea Război Mondial și a faptului că nu fusese construit un sistem solid care să-l înlocuiască. Volcker a fost generalul strateg căruia i-a revenit sarcina de a se ocupa de politica monetară internațională a Statelor Unite în perioada ce a urmat prăbușirii sistemului Bretton Woods; iar la Rezerva Federală, desigur, el controla mașinăria monetară în sine.

Volcker se trage dintr-un neam solid de germani; toți cei patru bunici ai săi au fost imigranți. Părinții mamei sale aveau un magazin cu produse manufacturate în zona rurală a statului New York; din partea tatălui său, bunica era profesoară la o școală din Brooklyn, iar bunicul era vânzător en-gros de ceai și cafea. De la bunicul Adolph Volcker – 1,95 m, 136 kg, cu o impozantă mustață în furculiță – a moștenit statura. Cele trei surori ale lui Paul – el a fost mezinul dintre cei patru copii ai familiei – aveau toate 1,80 m înălțime la începutul adolescenței lor.

Paul a fost numit după tatăl său, care era inginer constructor – de la Politehnica Rensselaer – și care a devenit administrator public și a fost recrutat, în 1930, la Teaneck, New Jersey, o suburbie verde, peste fluviul Hudson, din metropola New York. Mama sa, Alma, a urmat cursurile Universității Vassar, terminând ca absolventă în chimie. După ce a lucrat un an pe post de asistent

la universitate, s-a căsătorit cu Paul și, după cum era regula în anii 1920, a devenit casnică. Era foarte cultivată, foarte implicată atât în comunitate, cât și în munca soțului său.

Tatăl lui Paul era, din toate punctele de vedere, un administrator public excelent, exact opusul unui politician. A preluat Teaneck în prima perioadă a Marii Crize, i-a stabilizat situația financiară, a scăzut taxele și a implementat un plan de ansamblu pe care l-a respectat cu scrupulozitate. Devotamentul său față de muncă nu-i lăsa timp pentru altceva. De cele mai multe ori, în timpul săptămânii aveau loc ședințe pe timp de noapte, iar în zilele de sâmbătă și duminică mergea cu mașina prin Teaneck, notându-și când observa un parc neîngrijit, un felinar spart, gunoi în mijlocul străzii. Era organizat și atent: un necrolog admirativ din ziarul local îi rezuma caracterul ca fiind acela al unui om care „rareori judeca pripit, poate chiar niciodată”.

Părinții lui Paul întruchipau, atât prin vorbe, cât și prin fapte, idealul serviciului public, unul pe care l-a învățat încă de la o vârstă fragedă. În Teaneck, tatăl său era un om important, dar cu un salariu modest. Se tutuia cu toți oamenii importanți din oraș, dar familia Volcker nu făcea parte din clubul local, iar Paul senior nu ar fi acceptat să fie primit onorific în club. Zeci de ani mai târziu, cei bogați și puternici, cei mari și cei buni depindeau de cel mai mic cuvânt al lui Paul – cel care purta costume șifonate, mânca hot-dog la prânz și venea acasă într-un mic apartament de burlac, deoarece soția sa era prea bolnavă pentru a se întoarce cu el la Washington.

La terminarea liceului, se presupunea că Paul va studia ingineria, ca tatăl său, și fusese acceptat la Rensselaer. Dar, printr-o decizie de moment, Paul și-a depus dosarul la Princeton, și a fost acceptat și acolo. (În 1945, bătlia acerbă pentru locuri la facultate era încă foarte departe.) În pofida dubiilor tatălui său, a urmat cursurile Universității Princeton și a descoperit atât faptul că era un student bun, cât și că îi plăcea economia – partea politică mai mult decât cea de modelare matematică. Și-a susținut licența cu o lucrare despre Rezerva Federală.

Cursurile postuniversitare depindeau de burse. Paul a petrecut doi ani la Harvard's Littauer School (în prezent, John F. Kennedy School of Government), unde a combinat economia și științele politice, după care a studiat un an la London School of Economics. Nu a scris o lucrare de doctorat, dar a dedicat mult timp pentru a studia operațiunile de la Banca Angliei. La petrecerea organizată de părinții săi pentru a sărbători întoarcerea sa din Anglia, Paul a cunoscut-o pe Barbara Bahnson, fiica unui medic și studentă la Pembroke (la acea dată, filiala pentru femei a Universității Brown). S-au căsătorit doi ani mai târziu. Paul a intrat în echipa de economiști a Rezervei Federale, trecând ulterior la Chase Manhattan Bank.

Firul narativ al carierei lui Volcker reprezintă un contrapunct revelator pentru carierele lui George Soros și Warren Buffett, deoarece Volcker a influențat

puternic mediul în care aceștia și-au desfășurat afacerile. Guvernul nu este doar un organ de reglementare a finanțelor. El creează și manipulează banii și datoria de stat, materia primă a finanțelor, și stabilește mediul legal și contractual în care operează profesioniștii în finanțe. Cele mai importante puncte din cariera profesională a lui Volcker – dezintegrarea sistemului Bretton Woods, explozia de bani și credite care a urmat, creșterea uriașă a bulei superbăncilor și umflarea datoriilor private – au fost evenimente ce au marcat afacerile tuturor.

Acordul Bretton Woods: administrația Kennedy

În 1962, Volcker a intrat în echipa lui Robert Roosa, subsecretar al Trezoreriei pe probleme monetare în noua administrație Kennedy, iar în anul următor a fost numit subsecretar adjunct. Departamentul lui Roosa era unul nou, creat anume pentru a se ocupa de primele semne de boală ale ordinii financiare postbelice. Acordul Bretton Woods din 1944, pus la punct în cadrul unei conferințe a națiunilor aliate, a creat infrastructura de operare pentru sistemul financiar global de după război. Inevitabil, sistemul era centrat în jurul Statelor Unite, deoarece era singura țară care avea să iasă din război nu doar teafără, ci și cu o capacitate de producție crescută substanțial de perioada războiului. Companiile americane erau singurele suficient de bine pregătite pentru a satisface cererea globală de după război; cetățenii americani dețineau cea mai mare parte a economiilor globale; iar guvernul american controla cea mai mare parte din aurul monetar al lumii.

Dolarul american, fixat din 1934 la valoarea de 35 \$ pe uncia de aur, a devenit *de facto* moneda rezervelor internaționale, iar celelalte valute erau fixate în raport cu dolarul. Ratele de schimb, se presupunea, erau stabile, dar monelele, altele decât dolarul, puteau să se ajusteze și chiar o făceau, deși acest lucru se întâmpla rar. Fondul Monetar Internațional a fost creat și capitalizat de membrii săi din structura de control cu scopul de a împrumuta lichidități țărilor care treceau prin dificultăți temporare legate de cursul de schimb.

În special la început, era esențial ca Statele Unite să susțină un deficit cronic de cont curent – scurgeri nete în tranzacțiile sale comerciale și conturi de investiții peste ocean –, astfel încât alte țări să-și formeze rezervele financiare de care aveau nevoie pentru a-și reconstrui sistemele bancare și de creditare. Existau doar două modalități de a realiza acest lucru. Prima era prin subvenții și împrumuturi directe din partea Statelor Unite, după cum era cuprins în planul Marshall. Cea de-a doua presupunea ca dolarul să fie oarecum supraevaluat în raport cu alte monede. Un dolar supraevaluat făcea ca bunurile importate din străinătate să le pară ieftine americanilor, iar bunurile fabricate în America să pară scumpe pentru europeni și asiatici. Efectul net era o înclinație consistentă

către un deficit comercial al Americii, sau un surplus comercial mai mic decât s-ar fi produs în mod normal.

Defectul sistemului Bretton Woods era acela că presupunea implicit o menținere a diferenței uriașe dintre bogăția și capacitatea de producție a Americii față de cea a restului lumii. Însă atunci când Volcker a intrat în structura Trezoreriei, avantajul bogăției americane se reducea rapid. Europa era în plin proces de reconstrucție, ratele de dezvoltare erau foarte crescute, iar oamenii de afaceri vigilenți din America – în frunte cu George Soros – voiau să se implice în proces. Companiile americane profitau de supraevaluarea dolarului pentru a cumpăra companii europene, înfuriindu-l pe președintele francez Charles de Gaulle, care tuna împotriva ofensivei americane de expropriere a celor mai valoroase firme din industria Europei.

Din punct de vedere strict economic, conturile americane internaționale erau în plină formă. Registrele comerciale indicau în continuare un surplus sănătos, finanțând cu ușurință volumul masiv de transferuri oficiale destinate ajutorului internațional și susținerii îndepărtatelor baze militare ale Războiului Rece. Dar volumul tot mai mare de investiții peste ocean a determinat o modificare a poziției de ansamblu de la un flux de ieșiri anual net de 2 miliarde \$ la unul de 3 miliarde \$, ceea ce era totuși puțin raportat la P.I.B.-ul Americii și conform cu obiectivul sistemului Bretton Woods de recapitalizare a restului lumii.

Problema era legată de rezerva americană de aur. Pe măsură ce economia și sistemul monetar se extindeau constant, volumul de dolari aflați în circulație a devenit considerabil mai mare decât volumul fizic de aur care se presupunea că susține dolarul. Dezechilibrul dintre proprietățile în dolari de peste ocean și rezervele americane de aur reprezenta o adevărată atracție pentru traderii de valută, care puneau în permanență la încercare angajamentul Americii față de etalonul aur-monedă de 35 \$. Metoda clasică de a-i învinge pe speculatorii valutari este de a crește rata dobânzilor; ratele mai ridicate ar încetini dezvoltarea SUA și ar reduce importurile în același timp, pentru că ar atrage soldurile în dolari din afara țării. Dar Kennedy fusese ales „pentru a pune țara din nou în mișcare”, iar o creștere a dobânzilor era ultimul lucru pe care și-l dorea. William McChesney Martin, președintele consiliului de administrație al Federal Reserve, era un tradiționalist care voia să crească dobânzile; Congresul era în culmea furiei. După discutarea mai multor inițiative, administrația a hotărât într-un final să impună o taxă asupra achizițiilor de titluri de valoare emise în străinătate.

Lui Volcker i-a revenit sarcina de a redacta textul de lege pentru această taxă și a descoperit rapid prăpastia adâncă de la Washington dintre gânduri și fapte. Firmele respectabile apăreau una după alta, însoțite de susținători din Congres, cerând scutiri de taxă – până când Volcker a înțeles că golerile care s-ar forma ar împiedica acea taxă să-și atingă scopul. Într-un final, a reușit

să determine adoptarea ei sub forma unei legi mai mult sau mai puțin „pure”, cu foarte puține scutiri.

Atât el, cât și șefii săi au fost încântați să constate că fluxurile de ieșire prin investiții au scăzut dramatic aproape imediat după intrarea în vigoare a taxei. Cel puțin așa indicau datele. Dar Volcker era conștient și că aceea scădere putea fi o iluzie, pentru că aproximativ în aceeași perioadă când a fost implementată taxa, a apărut și o creștere considerabilă, pe recenta piață, de „eurodolari”. În loc de a fi retrimiși în Statele Unite, dolarii câștigați peste ocean erau depuși în bănci străine sau sucursale străine ale băncilor americane, de unde puteau fi reinvestiți în Europa fără a mai fi supuși taxării. Pe măsură ce dolarii de peste ocean se acumula în tăcere, au ajuns să se găsească la originea unui nou tip de criză.

Acordul Bretton Woods: administrația Nixon

Volcker s-a întors la Chase Manhattan în 1965, apoi a revenit în echipa Trezoreriei în 1969. S-a întors la Washington pentru a prelua fostul post al lui Roosa de subsecretar pe probleme monetare sub noua administrație Nixon, exact la timp pentru a conduce operațiunile din cursul ultimelor efecte ale destrămării sistemului Bretton Woods. Pe lângă tensiunile inerente unei rezerve monetare globale concentrată într-o singură țară, apăruse și o nouă contestare ideologică a ordinii monetare de după război. Iar ea consta în ascensiunea rapidă a „ipotezei piețelor eficiente” a monetariștilor adepți ai Școlii din Chicago, susținuți puternic de Milton Friedman. Pentru monetariști, orice încercare de a gestiona valutele internaționale era sortită eșecului. Ratele de schimb fixate de birocrați erau în mod sigur greșite și ar acționa ele însele ca impedimente majore pentru eficiența piețelor. Cea mai bună atitudine era de a permite pur și simplu ca toate monedele să varieze liber. Forțele de pe piață aveau să atribuie rapid un preț corect pentru fiecare monedă; ajustările ulterioare ar fi line și continue, reflectând realitățile economice de la baza lor. Privind retrospectiv la acea perioadă, Volcker observă cu ironie că ajustările line prognozate de Școala din Chicago „nu s-au aplicat în anii 1930”². Dar la aceea vreme, trebuie să recunoaștem, anii 1930 au reprezentat, posibil, un episod unic; *a priori* ar fi fost imposibil de demonstrat că monetariștii se înșelau.

Dar noile obiecții teoretice nu făceau decât să întărească senzația caracterului vizibil nepractic al păstrării sistemului curent. Statutul de monedă a rezervelor conferă două privilegii țării care îl deține. Primul este acela că moneda țării respective are o valoare crescută pe piețele internaționale din cauză că atât de multe țări trebuie să cumpere acea monedă pentru rezervele lor. Cel de-al doilea constă în faptul că țara care deține moneda de rezerve poate oricând să ia

împrumuturi din străinătate în monedă proprie, astfel încât, dacă gradul său de îndatorare internațională devine vreodată împovărător, respectiva țară își poate rambursa împrumuturile prin simpla tipărire a unei cantități suplimentare de monedă*.

Dar privilegiile se plătesc. Țara în cauză își asumă implicit responsabilitatea de a menține stabilitatea globală a monedei, ceea ce îi limitează libertatea de a implementa politici interne expansioniste. Menținerea valorii în aur a dolarului contravenea imperativului de dezvoltare al lui Kennedy din 1962, deși era compensată cu viclenie de trucul cu taxa pe titluri de valoare străine. Aproximativ din 1965, Lyndon Johnson a început să opereze deficite bugetare mari pentru a finanța Războiul din Vietnam și programul său intern. În momentul în care Volcker a revenit în structura Trezoreriei, fluxurile de bani noi generau deja presiuni inflaționiste și atrăgeau totodată atacuri pe piețele valutare asupra etalonului aur-monedă.

Și, o dată în plus, tratamentul prescris – care consta în creșterea ratelor la dobânzi și reducerea împrumutului – nu intra în discuție, contravenind dorinței lui Richard Nixon de a câștiga un al doilea mandat prezidențial.

Primii doi ani ai administrației Nixon au reprezentat un curs economic foarte dificil, într-atât încât administrația își făcea serios probleme în legătură cu alegerile din 1972. Pe parcursul celor cinci ani cât Johnson a fost președinte, în ciuda creșterii inflației, rata anuală reală a dezvoltării, sau cea ajustată la inflație, a depășit 5%. Dar în 1970, rata de dezvoltare a scăzut până aproape de zero, în timp ce inflația înregistra un inconfortabil 6% – numere teribile pentru lansarea unei campanii.³

Nu prea exista spațiu de manevră. Deficitul federal din 1970 era deja la fel de mare ca cel din timpul mandatului lui Johnson, astfel că o stimulare fiscală ar fi determinat, probabil, o inflație și mai accentuată. Creșterea importurilor la petrol și alte produse a împins conturile comerciale ale SUA către deficit, astfel că dolarii se acumula în mâini străine, iar traderii valutari globali organizau atacuri tot mai agresive.

Dar puțini politicieni erau atât de talentați ca Nixon în ceea ce privește loviturile îndrăznețe. În august 1971, el și-a transportat întreaga echipă econo-

* Atunci când o țară care nu folosește dolarul ca monedă ia un împrumut în dolari și îi schimbă în monedă proprie pentru utilizare internă, apare riscul ca acea monedă să scadă față de dolar înainte ca împrumutul să fie rambursat, ceea ce va face mai dificilă rambursarea sa. Acesta a fost mecanismul central al crizelor valutare din Asia de Est din anii 1990. Deoarece SUA ia împrumuturile aproape exclusiv în dolari, nu își asumă acest risc. Însă în mijlocul crizei inflaționiste din anii 1970, când dolarul era în cădere liberă, Statele Unite au fost obligate, pentru scurt timp, să ia împrumuturi în mărci și yeni, pentru că băncile străine nu voiau să accepte dolari.

mică în elicoptere până la Camp David, pe durata unui weekend despre care Herbert Stein, membru al Consiliului de Consultanți Economici, a prezis că „ar putea fi cea mai importantă întâlnire din istoria economiei”⁴, după episodul New Deal. După acea întâlnire, care a fost dominată de uriașul senator democrat de Texas și secretar al Trezoreriei, John Connally, Nixon a anunțat că va reduce taxele, va implementa reglementări de control asupra salariilor și prețurilor din întreaga economie, va impune un impozit suplimentar asupra tuturor importurilor și va revoca angajamentul răscumpărării dolarilor în aur.

În calitate de reprezentant al Trezoreriei pe probleme monetare, Volcker a fost un jucător foarte important la Camp David. El rememorează episodul mai mult ca pe o lecție de politică. După ce deciziile finale fuseseră adoptate, i s-a cerut să pregătească discursurile lui Nixon și Connally prin care să anunțe schimbările. Schița sa de discurs, și-a amintit ulterior, era „un discurs tipic de devalorizare” presărat din plin cu „recunoașteri obligatorii ale vinovăției”. Nimic din acea schiță nu a văzut lumina zilei. Schița lui Volcker a fost transmisă expertului în retorică, William Safire, iar rezultatul a fost o proclamație a „unui triumf și a unui nou început”⁵.

Din punct de vedere politic, a fost o lovitură de geniu. După implementarea reglementărilor de control asupra prețurilor, Nixon și omul său de la conducerea Rezervei Federale, Arthur Burns, puteau să crească volumul de bani disponibil fără să-și facă griji în privința inflației prețurilor – atât indicatorii micro cât și cei macro de pe piața monetară au crescut cu peste 10% în 1971, reprezentând cea mai mare creștere de până atunci. Conform așteptărilor, dezvoltarea economică s-a reluat și a crescut la peste 5% până la alegerile din 1972 – exact așa cum prescriseseră doctorii politici.

Consumatorii erau fericiți de prețurile rămase constante, în vreme ce lumea afacerilor agreea reducerea taxelor, impozitele suplimentare asupra importurilor și reglementările de control asupra prețurilor. Pe parcursul unui singur weekend, Nixon îi salvase de presiunile salariale ale sindicatelor, de creșterile de preț operate de furnizori și de concurența din afara țării. Dolarul a încheiat anul 1971 la o valoare de aproximativ 44 \$ pe uncia de aur. Asta înseamnă că, din punctul de vedere al etalonului aur-monedă, partenerii comerciali ai Americii, în special Japonia, care păstrase mari rezerve în dolari, au încasat o pierdere de 25% din rezervele lor valutare.

Deși Nixon și-a asigurat victoria în alegeri, fisurile din economie erau prea mari pentru a putea fi ascunse. Decizia de a îngheța salariile și prețurile în ceea ce s-a numit inițial „înghețul de 90 de zile” s-a întins pe parcursul a trei ani. Reglementările de control sunt întotdeauna mai ușor de implementat decât de anulat. Inflația din subteran se acumulează până ajunge la un nivel exploziv, iar inevitabila încălceală de reguli oferă mici oportunități profitabile pentru cei norocoși sau cei cu relații importante. Sindicatele au încetat să mai coopereze

În 1974, dar, la acea dată, Nixon era profund preocupat de problemele complicate ale afacerii Watergate. În primăvară, Congresul a forțat renunțarea la toate reglementările de control, cu excepția controlului asupra prețului la petrolul extras în țară. Renunțarea la control a atras după sine un val de inflație cu două cifre, primul de după anii 1940, iar țara a trecut printr-o recesiune dificilă în anii 1974 și 1975. Declinul capacităților concurențiale ale americanilor a continuat în ritm rapid – în 1977, Chrysler a scăpat de faliment doar prin intermediul unor împrumuturi de ultim moment din partea guvernului.

Explozia dolarului

În 1973, creșterile de preț la petrol în țările OPEC, care au contribuit și la declanșarea inflației scăpate de sub control, ce a marcat restul acelei decade, au fost o consecință directă a variației dolarului. Până în 1973, când țările OPEC au triplat prețul petrolului, dolarul căzuse până la aproximativ 100 \$ pe uncia de aur, sau aproximativ o treime din valoarea sa anterioară. Dar Rezerva Federală continua să tipărească dolari pentru a face față volumului uriaș de pe facturile de import.

Prețul petrolului era stabilit în cea mai mare parte în dolari, iar majoritatea exportatorilor de petrol aveau legături puternice cu Statele Unite și își desfășurau operațiunile bancare prin sucursalele de peste ocean ale băncilor americane. Astfel că filialele băncilor americane au început să acumuleze volume mari de depozite peste ocean – eurodolarii care fuseseră puternic încurajați de taxa lui Volcker pe titluri de valoare străine. Economiiștii au început să-și facă probleme în privința dificultății „de a recicla petrodolarii”, iar administrația Ford a cerut expres ajutorul băncilor.

Băncile nu aveau nevoie de sfaturi. Începuseră deja să reîmprumute depozitele lor de eurodolari către țări mai puțin dezvoltate (LDC-uri), care fuseseră și ele afectate grav de creșterile prețurilor. Favorite erau Argentina și Mexicul, pentru că acestea dețineau mari zăcămintele de petrol cu care își puteau garanta împrumuturile, dar și Brazilia era pe listă, în special datorită mărimii sale. „Mărimea” era importantă. Băncile își deschideau sucursale peste ocean în special pentru a-i deservi pe clienții lor aflați la distanță, companii publice americane cu o mare stabilitate. Nu erau implicați prea adânc în acordarea de împrumuturi și creditare, iar depozitele lor în petrodolari creșteau atât de repede încât aveau nevoie să facă plasamente masive. Din moment ce împrumuturile în petrodolari erau aproape întotdeauna garantate de guvernele țărilor care primeau împrumuturile, puteau fi privite ca „datorii de stat”, având dreptul la cele mai ridicate grade de risc și necesitând doar minime operațiuni de creditare.

Împrumuturile în petrodolari au generat o creștere masivă a lichidității globale. (Dacă saudiții încasează 1 miliard \$ venituri din petrol din America și îi depun într-o bancă americană, care îi împrumută Braziliei, care cumpără petrol de încă 1 miliard \$, care sunt depuși la o bancă americană și care acceptă să... etc.) Până în 1982, balanța conturilor în eurodolari atinsese uriașa sumă netă de 1 trilion \$, din care aproximativ un sfert era prinsă în împrumuturi către țări mai puțin dezvoltate, iar cea mai mare parte a sumei astfel împrumutate – 176 de miliarde \$ – era concentrată în doar patru țări: Mexic, Argentina, Brazilia și Venezuela. Se presupunea că banii vor fi folosiți pentru proiecte generatoare de venituri, dar sume enorme se pierdeau în subvenții, cheltuieli curente ale guvernului sau pur și simplu prin corupție.

Semnalele de alarmă trase de economiști și oficiali ai băncilor centrale erau respinse, în special de directorul Citibank, Walter Wriston. O publicație oficială a Citibank din 1981 declara disprețuitor: „Ideea de bănci înecate în depozite OPEC și vânând împrumuturi a căror calitate se deteriorează este o fantezie demnă de *Alice în Țara Minunilor*.”⁶

Cea mai vizibilă consecință a fluxului de dolari globali a fost o creștere puternică a inflației, în special în Statele Unite, unde prețurile de consum au crescut în procente de două cifre spre sfârșitul anilor 1970 – singurul episod din istoria SUA când prețurile au crescut atât de rapid. Economiiștii lui Kennedy, adepți ai prodezvoltării, chiar planificaseră o inflație de 2% pentru a accelera dezvoltarea economică. Tehnicile keynesiene de gestionare a cererii, credeau ei, le vor permite să extindă capacitățile cererii, dar apoi să o reducă treptat dacă inflația depășea marja de siguranță. Cu toate acestea, inflația s-a accelerat constant din momentul în care au apărut cheltuielile cauzate de Războiul din Vietnam, în 1966. Până la instalarea lui Lyndon Johnson la Casa Albă, inflația ajunsese la 4,2% și creștea în continuare, atingând 5,9% în 1970.

Dar principalul vinovat în sporirea procesului de inflație a fost Arthur Burns, președinte al Rezervei Federale, atât în timpul mandatului lui Nixon, cât și al lui Gerald Ford. Predicile sale severe despre stabilitatea monetară i-au atras reputația de „primul combatant împotriva inflației” al națiunii. Dar în interiorul Rezervei Federale, conform istoricului William Greider, era privit drept un „șarlatan arogant”⁷. Burns a fost cel care a crescut volumul de bani pentru a forța economia exact la timp pentru campania lui Nixon din 1972 și tot el a deschis robinetul la credite după instalarea la Casa Albă a lui Jimmy Carter, sperând, se pare, că va fi renumit în funcție.

Afluxul de dolari a determinat o creștere a prețului la aur în dolari – de fapt, dolarul devenea o monedă devalorizată. În ceea ce privea țările OPEC, prețul în aur al petrolului era de fapt mai scăzut spre sfârșitul anilor 1970 decât fusese înainte de creșterea prețurilor operată de ele în 1973. Pentru a se apăra, au triplat din nou prețurile în 1979. Deoarece prețul în dolari al aurului varia între

233 \$ și 578 \$ pe uncie în 1979, OPEC-ul continua să piardă teren raportat la aur. În anul următor, când dolarul s-a prăbușit până la 850 \$ pe uncie, prețul în aur al petrolului era mai scăzut ca niciodată.

În anii imediat următori anunțurilor de la Camp David, Volcker și-a petrecut timpul încercând, fără succes, să pună la punct un sistem stabil de relații monetare cu cei mai importanți parteneri comerciali ai Americii. Cum speranțele pentru un nou cadru păleau, el și-a dat demisia de la Trezorerie în 1974, intenționând să revină în sectorul bancar. Dar Arthur Burns l-a convins să accepte postul de președinte al sucursalei din New York a Rezervei Federale, cea mai importantă dintre cele douăsprezece bănci federale districtuale, deoarece era un punct esențial de contact între aparatul monetar federal și Wall Street și piețele valutare internaționale. După o scurtă perioadă petrecută la Universitatea Princeton, în 1975, a ocupat acea funcție la Rezerva Federală din New York până în 1979.

Până la acea dată, devenise evident că Statele Unite pierduseră controlul asupra economiei proprii și eșuaseră lamentabil în îndeplinirea responsabilităților monetare internaționale. Volcker a fost chemat înapoi la Washington pe postul de președinte al consiliului de administrație al Rezervei Federale, primind ordin să rezolve problema.

Volcker înăbușă inflația

Președintele Jimmy Carter nu a ascuns faptul că Volcker a fost doar al treilea sau al patrulea favorit pe lista sa de președinți ai Rezervei Federale. Volcker probabil a contribuit și mai mult la neîncrederea președintelui, după ce, în cursul singurului său interviu de dinainte de a fi numit în funcție, a insistat asupra importanței de a avea o persoană independentă politic la conducerea Rezervei Federale. Stuart Eizenstat, consilierul lui Carter pe politici interne, a declarat ulterior că „Volcker a fost selectat pentru că el a fost candidatul firmelor de pe Wall Street. Acesta a fost prețul lor.”⁸ Sarcina lui Volcker era, așadar, de a restabili ordinea, prin orice mijloace considera ca fiind potrivite.

Când numirea lui Volcker a fost confirmată în august, rata de creștere a inflației era de aproximativ 1% pe lună. Unii economiști cu înclinații de stânga credeau că ar putea fi bine așa. În lumea întreagă, mai multe țări afectate de inflația ridicată experimentau tehnica „indexării” – conform căreia toate prețurile și plățile puteau fi ajustate regulat la inflația înregistrată. Contabilitatea era ciudată, dar computerele se puteau ocupa de asta.

Mai important, costurile de reducere a inflației păreau inacceptabile. Economiiștii își petrecuseră o jumătate de secol analizând raportul de compensare dintre rata ocupării forței de muncă și inflație, numit „curba Phillips”, iar cercetările arătau că astfel de costuri de compensare erau foarte ridicate. „Legea

lui Okun”, numită astfel după un fost președinte al Consiliului de Consultanți Economici, Arthur Okun, stipula că fiecare punct procentual de reducere a inflației ar presupune o reducere cu 3% în rata ocupării forței de muncă, și o reducere de 9% a P.I.B.-ului! Nici un democrat tradițional nu ar fi pornit un război împotriva inflației în astfel de condiții.⁹

Dar sarcina lui Volcker era aceea de a liniști comunitatea financiară mondială, și nu pe academicienii keynesieni. (De fapt, legea lui Okun era pur și simplu greșită; e foarte posibil să împaci inflația scăzută cu un nivel ridicat de ocupare a forței de muncă.) Temerile legate de inflație îi traumatizau pe investitorii pe termen lung, absorbind banii destinați obligațiunilor și acțiunilor care finanțau productivitatea în afaceri și redirecționându-i către bule de active „solide” din industria aurului, din artă și din domeniul imobiliar. Iar economia mondială era în continuare măsurată în dolari. Dacă dolarul ar fi căzut la fel cum se întâmplase cu pesoul, celelalte națiuni s-ar fi adaptat, dar procesul ar fi durat, poate, ani întregi. Pe piețele la vedere, prețul în dolari al petrolului creștea cu 6% pe lună; aurul sărise cu 28% într-o singură lună. O hiperinflație de tipul Weimar și o prăbușire catastrofală nu mai erau de neconceput. De mai multe ori pe parcursul perioadei dintre 1979 și 1982, bancherii și economiștii care se întâlneau lunar în cadrul ședințelor Comitetului de Politică Monetară (FOMC) în sala de consiliu a Rezervei Federale au discutat cu îngrijorare despre pericolele unui nou „1929” sau „1931”¹⁰. Atât de speriați deveniseră.

Dar nici un președinte al Federal Reserve nu e complet independent, nici măcar Volcker, care și-a ocupat funcția cu un grad neobișnuit de libertate în stabilirea politicilor. Toate deciziile politice importante sunt luate de FOMC – care cuprinde șapte membri ai consiliului de administrație, plus președintele agenției din New York a Federal Reserve Bank și, prin rotație, patru dintre ceilalți 11 președinți ai băncilor districtuale Rezerva Federală. Și, fiindcă piețele financiare detestă voturile împărțite în probleme importante, președinții Rezervei Federale fac, de regulă, mari eforturi pentru a asigura fie o unanimitate de voturi, fie o majoritate cât mai aproape de unanimitate. Președintele Rezervei Federale trebuie să-și supravegheze și flancurile politice. Un președinte de stat îl poate ataca sub acuzația că a afectat economia, iar membrii Congresului îl pot târî prin audieri nesfârșite. Nici măcar celor mai scoorți dintre președinții Federal Reserve, precum Volcker, nu le place să fie certați în public.

Când a preluat postul, Volcker a fost nevoit să țină cont în special de monetariștii proaspăt veniți la putere, considerați prezicătorii zilei în domeniul economiei politice. Dacă inflația apărea întotdeauna din cauza unui exces de bani, așa cum susținea Milton Friedman, atunci cea mai sigură cale de a o reduce era prin scăderea masei monetare. Masa monetară era egală cu stocul de bani – „M1” sau conturile de numerar și conturile curente – înmulțit cu randamentul sau „viteza” sa. Deoarece viteza rămânea aproximativ constantă pe durata unor

lungi perioade de timp – sau cel puțin așa susținea Friedman – pentru ca Rezerva Federală să asigure prețuri stabile trebuia doar să asigure o creștere a M1 care să corespundă aproximativ ratei de dezvoltare din economia reală.* Comunitatea de afaceri de pe Wall Street a aderat cu entuziasm la această teorie.

Nici Volcker și nici majoritatea colegilor săi din cadrul FOMC nu erau adepți ai lui Friedman, preferând instrumentele tradiționale ale Rezervei Federale de manipulare a ratelor dobânzilor pe termen scurt – în special „Rata Fondurilor Federal Reserve“, adică dobânda pe care băncile Federal Reserve o impuneau între ele pentru împrumuturi din rezerve libere – și prin contractarea sau extinderea rezervelor bancare. (Dacă Rezerva Federală începe să cumpere efecte de trezorerie deținute de public, crește volumul de numerar deținut de public și de sistemul bancar, și viceversa.)

Teoretic, deoarece împrumuturile bancare, sau crearea de credite, reprezintă principalul motor al masei monetare**, schimbările la nivelul Fondurilor Federal Reserve, la nivelul rezervelor bancare și M1 ar trebui să crească și să scadă în raporturi relativ previzibile. Dar, în realitate, nu se întâmplă așa. Piețele americane de credit sunt ca un ocean agitat, iar Rezerva Federală este doar o poartă de ecluză subordonată, undeva pe un țărm îndepărtat. Ceea ce se întâmplă la poarta de ecluză poate fi transmis în întregul ocean, dar este atât de înecat în zgomotele de fond încât consecințele evenimentelor respective sunt imposibil de urmărit. Experiența a dovedit că nu există nici un motiv pentru a presupune existența unei legături strânse între măsurile privind volumul de bani și ratele dobânzilor și rezerve. Ba dimpotrivă, pe perioade mai extinse de timp, aceste elemente pot emite semnale complet diferite. Puși să aleagă între mai multe instrumente inexacte, membrii experimentați ai Rezervei Federale preferau, de regulă, să trimită semnale publice prin ratele dobânzilor, deoarece acestea erau cel mai ușor de înțeles pentru oamenii de afaceri.

Versiunea oficială privind victoria lui Volcker asupra inflației este că a reușit acest lucru printr-o aplicare fermă a principiilor monetariste. Deoarece el nu

* Teoria privind stabilitatea vitezei era o dovadă de gândire idealistă din partea lui Friedman. Monetarismul era în egală măsură o teorie a guvernării, ca și a economiei. O simplă regulă politică de creștere a masei monetare în același ritm cu dezvoltarea economiei politice ar fi putut, în principiu, să reducă politica Rezervei Federale la un simplu algoritm.

** Să presupunem că am 1000 \$ într-un cont curent. Banca are dreptul să împrumute acea sumă, minus o rezervă din care să acopere eventualele retrageri, către o terță parte. Să presupunem că banca împrumută 500 \$, pe care debitorul îi depune și el într-un cont curent. Totalul banilor din conturi curente ajunge astfel la 1500 \$. Deoarece banii din conturi curente reprezintă cea mai importantă componentă a M1, temperarea sau încurajarea împrumuturilor bancare va avea un efect proporțional asupra M1.

trecuse niciodată drept monetarist, l-am întrebat despre această aparentă convertire aproximativ 40 de ani mai târziu. Există „cu siguranță un oarecare adevăr în poziția monetaristă“, a spus el, „iar eu am considerat-o utilă, atât pentru a explica ceea ce făceam, cât și ca o modalitate de a ne autodisciplina“¹¹.

Am interpretat asta drept o minciună diplomatică acceptabilă. Transcrierile FOMC din această perioadă sugerează că această convertire a sa, ca și în cazul majorității celorlalți membri, semăna puțin cu creștinismul evreilor convertiți în Spania în perioada Inchiziției.* La scurt timp după numirea sa, de exemplu, după ce FOMC căzuse de acord să înăsprească Rata Fondurilor Federal Reserve, Volcker a spus:

[Noi] trebuie să opunem o oarecare rezistență și creșterii în bani. Aș atrage atenția că aceea rămâne o sursă de susținere politică pentru noi. Nu se întâmplă în fiecare zi să primim o scrisoare de la șeful organizației Black Caucus (din Senat) în care suntem sfătuiți să dăm dovadă de mai multă stăpânire în legătură cu masa monetară. Așa că voi ține cont de acea scrisoare indiferent de ce vom decide azi.¹²

Presiunea de a respecta dogma monetaristă a devenit și mai puternică după instalarea la Casa Albă a administrației lui Reagan, oficial monetaristă. La o ședință FOMC ce a avut loc la câteva săptămâni după inaugurare, Lawrence Roos, președintele Rezervei Federale din St. Louis, și probabil cel mai pur adept al lui Friedman din întregul comitet, a avertizat: „Oamenii din administrație... ne vor urmări fiecare mișcare [în respectarea monetarismului], iar noi nu vom putea să-i păcălim pentru a trece prin asta.“¹³

Un alt public ce îl supraveghea atent pe Volcker era format din ministerele de finanțe și băncile centrale ale țărilor puternic industrializate. Când Volcker a participat la o ședință a reprezentanților băncilor centrale la Belgrad, în octombrie 1979, s-a văzut luat la rost pe un ton dur de către colegii săi, în special cei de la Banca Centrală a Germaniei, Bundesbank. Volcker adoptase o poziție puternică împotriva inflației în cursul audierii sale de confirmare și ridicase vizibil ratele dobânzilor la prima sa ședință FOMC. Dar la ședința din septembrie, când economia părea să se îndrepte spre recesiune, FOMC a adoptat o poziție de echilibrare pe parcurs, deși la doar un vot diferență. Analiztii au interpretat acea decizie drept o poziție indecisă asupra inflației.

Reacția negativă din partea colegilor săi reprezentanți ai unor bănci centrale a fost atât de puternică încât Volcker și-a întrerupt călătoria și a convocat o ședință de urgență a FOMC la 6 octombrie. În raportul său către comitet,

* Bine-cunoscuta istorie a Federal Reserve scrisă de William Greider îl ia în vizor pe Volcker pentru „abordarea sa monetaristă rigidă“. Dar Greider nu a avut acces la transcrierile FOMC. (Se pare că Alan Greenspan i-ar fi spus că acestea nu există.)

Volcker a spus că ministerele de peste ocean erau „foarte neliniștite“ și că „discuțiile din străinătate au fost foarte dificile“. Piețele erau „foarte instabile“, iar el fusese luat prin surprindere de „profundimea emoțiilor“ manifestate de colegii săi. Deși transcrierea ședinței era confidențială, a insistat ca înregistrarea să fie întreruptă atunci când a discutat detaliile a ceea ce fusese spus.

Pentru a demonstra în mod clar angajamentul Rezervei Federale, Volcker a spus că se gândea să adopte oficial dogma monetaristă asupra volumului de bani. Nu pretindea că fusese convertit. Dar credea că „dacă schimbăm puțin psihologia, s-ar putea chiar să obținem rezultate mai bune... Nu spun că raționamentul este corect, dar cred că, din punct de vedere psihologic, acesta este raționamentul de pe piață.“

Dar a avertizat comitetul:

S-ar putea să ne trezim prinși într-o tehnică nu foarte potrivită pe termen lung, inclusiv până în 1980. Această tehnică ar putea avea implicații asupra ratelor dobânzilor sau ar putea produce fenomene pe care nu le-am accepta în alte situații, însă va fi dificil să ne schimbăm radical poziția. Cred că trebuie să luăm în considerare și riscul de a pune acum un accent mult mai mare pe țintele de volum monetar, știind că nu avem o tehnică prin care să ne asigurăm că le vom realiza... S-ar putea chiar să sfârșim prin a depăși țintele pe an, după ce am făcut mare tam-tam cu această schimbare de tehnică.¹⁴

Volcker a câștigat voturile, iar seara a organizat o conferință de presă neobișnuită pentru a anunța noile politici. Ratele dobânzilor pe termen scurt erau resetate la 13,5%, cel mai ridicat nivel din istorie până la acea dată, iar băncile urmau a fi supuse unor noi restricții de creditare. Dar cel mai important anunț al lui Volcker a fost cel de schimbare a direcției politice spre un monetarism strict; inflația avea să fie redusă printr-un control strâns asupra banilor. Dacă scopul lui era să șocheze, a reușit. În mijlocul unei nebunii de vânzări în masă pe Wall Street, *New York Times* a publicat un editorial cu titlul „Verdunul domnului Volcker“:

Când președintele Federal Reserve, Paul Volcker, vorbește, Wall Street ascultă. Aceasta este, la momentul actual, singura concluzie ce poate fi trasă din agitația de pe piețele financiare care a urmat [anunțurilor] Federal Reserve... Vor trece luni întregi până vom afla dacă tratamentul de șoc al domnului Volcker va risipi îngrijorările americanilor legate de inflație sau va reuși doar să înrăutățească și mai mult o situație deja proastă. Șansele, din păcate, sunt împotriva domnului Volcker... Domnul Volcker este un parior. Pariază pe o miză mare, cu o mână proastă. Întreaga națiune trebuie să spere că va câștiga în pofida așteptărilor.¹⁵

Volcker a reușit să pună capăt inflației. Contrar versiunii oficiale, nu a făcut asta impunând un control mai strict asupra banilor – deși a făcut o încercare

sinceră, toate temerile sale privind riscurile dintr-o abordare monetaristă s-au adeverit. Pe parcursul următorilor trei ani, a purtat țara pe un drum dificil.

Primele câteva luni din experimentul monetarist al Rezervei Federale, cel puțin la nivel de aparențe, au decurs destul de bine. Cifrele din fondul de bani au urmat modelul prezis de Volcker, deși echipa a recunoscut că fuseseră „destul de norocoși să vină cu o creștere în bani care se conforma destul de bine dorințelor Comitetului“¹⁶.

Dar efectele asupra economiei reale au fost înspăimântătoare. În pofida creșterii monetare lente și a creșterii ratei dobânzilor interbancare de la 13,5% la 14% până în toamnă, inflația s-a accelerat și mai mult, sub efectul unei creșteri puternice a prețurilor OPEC. În ianuarie, rata inflației ajunsese la 18% pe an, nivelul cheltuielilor de consum creștea și mai rapid, iar străinii continuau să își lichideze dolarii. Pentru 1980, echipa Federal Reserve a prognosticat o creștere negativă ajustată la inflație de 2,2%, ceea ce ar fi reprezentat cel mai prost an de după 1946, an al unei demobilizări militare în masă.

Apoi cifrele din domeniul monetar, pe care comunitatea Wall Street le urmărea ca pe un puls, au luat-o razna. În mod ciudat, monetariștii pieței libere reușiseră cumva să nu anticipeze că, dacă Rezerva Federală reducea masa monetară, băncile aflate în căutarea profitului vor crea noi tehnici financiare pentru a evita restricțiile. Ceea ce au și făcut imediat – croind fonduri mutuale cu randament mare pe piețele financiare, conturi curente cu dobândă, transferuri electronice în conturile unor fonduri prin care organizau numerarul companiilor, și multe altele.* Pe parcursul următoarelor 18 luni, fiecare discuție lunară a FOMC asupra cifrelor din domeniul monetar avea un aer de disperare semi-comică – cum ar fi putut Federal Reserve să schimbe definiția „banilor“ astfel încât să pară că urmează calea stabilită, fără a trezi suspiciunile adepților autentici ai monetarismului?

Până în mai 1980, căzuseră în capcană. Dintr-un motiv sau altul, indicatorii masei monetare erau în cădere liberă, iar ratele dobânzilor scădeau, în vreme ce economia reală și inflația continuau să bubuie. Conform doctrinei monetariste, era cazul să fie crescute rezervele bancare, indiferent de ce altceva se mai întâmpla. Fiecare instinct tradiționalist simțea că așa ceva era o nebunie – ca și cum ai turna gaz pe focul uriaș al inflației. Comitetul era, cu alte cuvinte, exact

* În acea perioadă, eu lucram la o bancă internațională de prestigiu, pe postul de responsabil executiv pentru produse bancare dedicate companiilor. Cea mai importantă ofertă a noastră era gestionarea numerarului – de exemplu, construirea unui sistem electronic de colectare, valabil în toată țara, prin care o firmă de bere să poată colecta banii de la distribuitorii săi în ziua livrării. Mi-am dat seama că noi acceleram viteza banilor, invalidând astfel teoriile pe care s-a bazat schimbarea de politică a Federal Reserve din octombrie 1979.

în situația despre care Volcker îi avertizase în luna octombrie a anului precedent. Mai mult, s-a dovedit că scăderea volumului de bani era reală, dar fusese o reacție temporară la restrângerea creditelor de consum impusă de administrația Carter, plus un apel emoțional din partea președintelui prin care cerea publicului să își taie cardurile de credit. (Zeci de mii de oameni și-au trimis prin poștă la Casa Albă cardurile de credit tăiate.) Membrii FOMC, desigur, aveau o oarecare bănuială că restricțiile de control asupra creditelor s-ar fi aflat în spatele schimbării bruște a datelor monetare, dar era prea devreme pentru a se pronunța și nimeni nu bănuia că impactul ar putea fi atât de mare.

Câteva eșantioane din dezbateri:

Domnul Roos [monetarist convins]: Mulți oameni din lumea reală, [cel puțin] din lumea reală în care trăiesc eu, speră cu disperare că atunci când apare această incompatibilitate, vom face ceea ce am spus că avem de gând să facem: să ținem sub observație țintele [de fonduri monetare] și să lăsăm ratele dobânzilor să fluctueze.

Domnul Wallich [tradiționalist]: Asta înseamnă să atribuim masei monetare o importanță pe care aproape nici un economist, din câte văd eu, nu i-o atribuie. Masa monetară este un mijloc de a obține ratele [dorite ale] dobânzilor.

Domnul Partee [monetarist convins]: Ei bine, am informat Congresul asupra țintelor noastre, nu la nivel de rate ale dobânzilor, ci la nivel de agregate [monetare]. Nu am menționat deloc ratele dobânzilor în țintele prezentate Congresului.

Domnul Schultz [tradiționalist]: Sunt uimit, și, trebuie să recunosc, deranjat de faptul că nu am auzit cuvântul „inflație“ menționat la această masă în această dimineață. Pe cuvântul meu, abia cu două luni în urmă eram înnebuniți de acest subiect... Nu există prea mulți oameni în țara asta care înțeleg schimbarea noastră de la o țintă operațională a [ratei dobânzilor] interbancare la o țintă operațională a rezervelor [de fond monetar]. Dar mulți oameni înțeleg că ceea ce face Federal Reserve este crucial în lupta împotriva inflației... [iar facilitarea masei monetare ar putea accelera inflația.]¹⁷

Comitetul a votat cu 10-2 să treacă peste dubiile pe care le aveau, să urmeze în continuare dogma monetaristă și să extindă rezervele. În mod ironic, cele două voturi contra au venit din partea lui Roos și Partee, monetariști convinși, probabil din cauză că FOMC nu a forțat scăderea agregatelor monetare atât de rapid cum ar fi trebuit conform adevăratei doctrine monetariste; și pentru că echipa de conducere a Federal Reserve își rezervase dreptul de a interveni dacă ratele dobânzilor fluctuau prea mult, ceea ce, pentru monetariști, însemna ratarea obiectivului. După cum a susținut Roos în repetate rânduri, monetariștii se concentrează pe bani și permit dobânzilor să se aranjeze liber.

Noua politică a fost un dezastru. Ratele dobânzilor au scăzut vertiginos, economia a sărit de la creștere zero la o uimitoare creștere reală de 7,6% în trimestrul al patrulea, iar inflația a revenit rapid la un nivel de două cifre.

Mesajul transmis lumii era că Federal Reserve pierduse controlul. O mare parte din cea de-a doua jumătate a acelei toamne și începutul iernii, Volcker și le-a petrecut într-un turneu politic – având apariții în fața Congresului, ținând discursuri și lansând comunicate de presă într-o încercare de a repara credibilitatea războiului său împotriva inflației.

O discuție extinsă a FOMC din iarna următoare sugerează că aproape toți membrii comitetului, cu excepția câtorva de neînduplecat, înțelegeau capcana de tip Heisenberg în care căzuseră. Construind politica în jurul unei singure variabile – masa monetară –, schimbai natura acelei variabile. După cum a explicat echipa, dacă se menținea un control strâns asupra creșterii volumului de bani, ratele dobânzilor deveneau foarte instabile; și invers, dacă ratele dobânzilor erau strict controlate, instabilitatea se transfera către cifrele monetare. Unul dintre membri a spus: „Cred că 1981 va fi un an în care nici unul dintre noi nu va avea habar ce înseamnă cu adevărat M1.“¹⁸

Sub aspect practic, în timp ce FOMC își menținea retorica monetaristă, Volcker a atras din nou atenția comitetului asupra problemei îngustării ratelor la dobânzi. Până în ianuarie 1981, ratele interbancare ajunseseră la un inedit 19%, în timp ce dobânda pentru bonurile de tezaur pe trei luni era de 20%. Rata arzătoare a creșterii din ultimul trimestru al anului 1980 s-a menținut și în primul trimestru din 1981, dar economia a alunecat în recesiune pentru restul anului. Pe măsură ce Federal Reserve continua să strângă șurubul în colții unei recesiuni din ce în ce mai profunde, în Congres au apărut vociferări de protest. Spre onoarea sa, Reagan a făcut o răsunătoare declarație de susținere în aprilie: „Am încredere în politicile anunțate de consiliul Rezervei Federale... Nici această administrație și nici Rezerva Federală nu va permite o întoarcere la politicile fiscale și monetare din trecut, care au creat condițiile actuale.“¹⁹

Scăderea economiei în 1982 a fost una negativă, de 1,9%, cea mai gravă din perioada de după război. Rata șomajului, care fusese de 5,8% în 1979, a sărit până la 9,7% și ar fi fost mai ridicată dacă nu ar fi apărut un număr neobișnuit de mare de retragere a forței de muncă. Inflația a încetinit puțin, dar a continuat să înregistreze valori de două cifre.

Într-o măsură remarcabilă, oamenii au acceptat situația. Unul dintre președinții districtuali ai Rezervei Federale a raportat la o ședință FOMC din primăvara anului 1982 că atât directorii executivi ai firmelor, cât și șefii de syndicate din regiunea sa „erau supuși unor presiuni recesionale foarte dificile“, dar „recunoșteau că este o parte a procesului de reducere a inflației“. „Chiar și din partea sindicatelor“, a spus el, „există o recunoaștere puternică, ba chiar o speranță, că vom continua să încercăm să rezolvăm problema fundamentală pe termen lung, în loc să reacționăm la durerea de moment“²⁰. În aproximativ aceeași perioadă, Volcker a acceptat o invitație de a ține un discurs la convenția anuală a constructorilor de case – dar a acceptat cu ceva emoții, pentru că aceștia

reprezentau unul dintre cele mai grav afectate sectoare ale industriei. Mesajul lui Volcker nu lăsa loc de compromis: „Ne-am dori cu toții să vedem o revenire... [dar este] chiar mai important ca dezvoltarea să fie durabilă pentru mulți ani de aici încolo... [Dacă] renunțăm la efortul nostru antiinflație... suferințele pe care le-am îndurat vor fi fost inutile – și nu am reuși decât să amânăm pentru altă dată o zi a socotelilor mult mai dureroasă.“ Spre surprinderea sa, a fost aplaudat în picioare.²¹

Însă până spre mijlocul lui 1982, neliniștea legată de dobânzile în continuare ridicate a dominat ședințele FOMC. Volcker a făcut cunoscut în mod discret faptul că nu va permite dobânzilor interbancare să crească peste 15%, indiferent de ce ar indica datele privind volumul de bani. *New York Times* a numit acest lucru un semn al „noului pragmatism“²² și, pe parcursul lunilor care au urmat, a devenit cunoscut la scară largă faptul că experimentul monetarist se încheiase – datele legate de volumul de bani aveau valoare informativă, dar consecințele economice ale manipulării M1 erau prea inexacte pentru a putea fi folosite ca instrument de politică. Inflația – din fericire – a cedat undeva pe la mijlocul anului, iar creșterea indicelui prețurilor de consum (CPI) pentru cea de-a doua jumătate a anului a rămas, practic, neschimbată. Până la sfârșitul anului, dobânzile interbancare coborâseră la un rezonabil 8,7%. Creșterea abia dacă a fost pozitivă în trimestrul al patrulea, dar a ajuns la un respectabil 4,5% în 1983 și un înfloritor 7,2% în 1984. Dolarul și-a luat zborul.

Dar mai era un test. După ce creșterea s-a lansat spectaculos în 1983, a rămas destul de ridicată pe parcursul primei jumătăți a anului 1984, retrezind temerile comunității Wall Street. Volcker era convins că o revenire prea rapidă ar putea determina o recădere în inflație. La început, administrația, îngrijorată de perspectiva alegerilor, a făcut presiuni puternice pentru a menține relaxarea, cu o susținere considerabilă din interiorul Federal Reserve, atât din partea democraților, care își doreau continuarea dezvoltării, cât și din cea a republicanilor, care doreau un al doilea mandat al lui Reagan. Volcker s-a ținut tare și a crescut ratele dobânzilor în iulie; din fericire, a încetinit creșterea fără a o înăbuși cu totul. O dată în plus, Reagan a venit cu o declarație puternică de susținere. P.I.B.-ul real al acelui an, în pofida încetinirii din cea de-a doua jumătate, atingea în continuare un spectaculos 7,2%, dar rata inflației continua să scadă. P.I.B.-ul pe 1984 a ajuns la un respectabil 4,1%, în timp ce rata inflației a scăzut până la doar 1,9%, un minimum al ultimilor 20 de ani. Wall Street se convinsese, în sfârșit. Rata dobânzii la obligațiunile de trezorerie pe termen lung a scăzut și a continuat să scadă, cu puține întreruperi line, în următorii 20 de ani.

Volcker târâse țara printr-un coșmar. Dar demonstrația dramatică și cruntă că America putea suporta o creștere majoră a șomajului și o recesiune foarte dură pentru a îngeunchea inflația a transformat opinia lumii despre managementul

economic american. Din acel moment, s-a considerat că angajamentul Americii față de stabilitatea prețurilor era un fapt de la sine înțeles.

Când Volcker și-a dat demisia de la Rezerva Federală, în 1987, reușita sa de a întrerupe ciclul inflației reprezenta unicul său testament pentru țară. Această moștenire, obținută cu atâta trudă, a fost trasă în jos cu lăcomie în cei 20 de ani care au urmat. Doar credința unei lumi credule în responsabilitatea și stabilitatea fundamentală a Statelor Unite a fost cea care a permis crearea giganticele dezechilibre financiare care au căpătat proporții de adevărate avalanșe spre sfârșitul lui 2007.

Volcker și băncile

Deși bătăliile împotriva inflației reprezintă episoadele cele mai memorabile din perioada în care Volcker s-a aflat la conducerea Rezervei Federale, el a reușit să gestioneze și o serie de probleme cu băncile, cel mai remarcabil eveniment fiind criza împrumuturilor către țări mai puțin dezvoltate, care a atins un punct critic în 1982²³. Din multe puncte de vedere, a fost o prefigurare a crizei creditelor din anii 2000. O mare parte dintre jucătorii instituționali, precum Citigroup (la acea dată, Citibank), sunt aceiași – atât ca nume, cât și ca aroganță – care au ignorat cu dispreț avertizările organelor de reglementare din cursul anilor 1970.

Atracția pe care afacerile din țările mai puțin dezvoltate o prezenta pentru bănci era în mare parte aceeași exercitată de afacerile foarte ambițioase din anii 2000 – o mână de bănci americane importante și de mare prestigiu obțineau comisioane foarte mari din gestionarea unor împrumuturi uriașe către țări în curs de dezvoltare, în special din America Latină, și combinarea lor prin intermediul sistemului bancar. Una dintre problemele guvernului în rezolvarea crizei a fost faptul că aceste creanțe irecuperabile erau împrăștiate mărunț în toată țara – chiar și micile bănci locale își afișau cu mândrie felia din împrumutul la scară mare pe care avuseseră privilegiul de a-l cumpăra de la Chase sau Citi.

Iar procesul financiar era la fel de nesocotit. Țările sărace, care se zbăteau să atingă statutul de nivel mediu de dezvoltare, primeau zeci de miliarde în împrumuturi, denominate în dolari, cu rate ale dobânzilor variabile, care creșteau rapid în contextul inflaționist al anilor 1970. Când țările respective nu puteau plăti, împrumuturile erau refinanțate, incluzând acum și dobânda neplătită, iar apoi refinanțate încă o dată. Până în 1982, zecile de miliarde de dolari acordate ca împrumuturi la mijlocul anilor 1970 se umflaseră până la datorii de 327 de miliarde \$ în America Latină – aproape toate concentrate în Mexic, Brazilia și Argentina. Refinanțările programate urmau să crească totalul la peste 3 trilioane \$, aproape echivalentul P.I.B.-urilor lor combinate, în doar câțiva ani.

În sfârșit, împrumuturile către țări mai puțin dezvoltate erau strâns împletite cu aventurile Americii prin inflație. Oceanul de dolari care se revărsa din lumea întreagă submina pretențiile americane la probitate fiscală, distrugea valoarea dolarului în raport cu aurul și determina o nesfârșită creștere a prețurilor la petrol și alte mărfuri. Invers, pe măsură ce Volcker a început să crească treptat ratele dobânzilor în America, cupoanele cu dobânzi variabile asociate împrumuturilor americane au atins cote imposibile, eliminând și cea mai optimistă speranță că ar putea fi rambursate.

Imposibilitatea de plată a împrumuturilor către țări mai puțin dezvoltate, răspândită pe scară largă, a determinat practic insolvența celor mai mari bănci americane. Deși credeau că își vânduseră agresiv toate împrumuturile, în 1982, cele mai mari opt bănci americane încă înregistrau în contabilitatea proprie creanțe de 60 de miliarde \$, reprezentând a șasea parte din totalul registrului de împrumuturi și aproximativ de 2,5 ori valoarea capitalului lor. Pe scurt, erau condamnate la moarte.

Criza a atins punctul critic în 1982, când Mexicul nu a reușit să facă o plată – trimițând anunțul eșecului la pachet cu o cerere pentru un împrumut mult mai mare. Volcker s-a înfuriat la o ședință a FOMC, tunând împotriva unui „deceeniu de practici neglijente”:

Mai devreme sau mai târziu, Mexicul urma să aibă probleme. Au împrumutat 20 de miliarde \$ anul trecut. Și au mai împrumutat numai Dumnezeu știe câte miliarde de dolari net anul acesta, când încă puteau lua împrumuturi – înainte de a da de probleme... Dar cred că este cât se poate de evident că Mexicul avea de gând să împrumute cât de mult putea și oricât de mult i-ar fi dat băncile, iar, la un moment dat, totul avea să se termine. Și ar fi apărut o situație de criză.²⁴

Ar putea fi iertat dacă pare nervos. Tocmai încheiase trei ani petrecuți în fruntea Rezervei Federale, iar criza împrumuturilor către țări mai puțin dezvoltate avea să fie a patra oară când salva băncile de la faliment. În 1980 își dedicase săptămâni întregi pentru a organiza o salvare de peste 1 miliard \$ pentru un consorțiu de bănci care finanțaseră în mod stupid o tentativă de monopolizare a argintului făcută de Nelson și Bunker Hunt, doi magnați ai petrolului celibatari, cunoscuți pentru caracterul lor neplăcut. În anul următor, băncile din New York, în special Chase, au permis unui obscur dealer de efecte publice guvernamentale, Drysdale Securities, să opereze o poziție nesustenabilă de 4 miliarde \$, care ar fi putut să dărâme firmele de pe Wall Street ca pe niște popice. O intervenție intensă din partea lui Volcker a forțat banca Chase și alte câteva bănci să încaseze pierderile – 250 de milioane \$ în cazul băncii Chase.

O lună mai târziu a ieșit la iveală faptul că o bancă mică din Oklahoma, Penn Square, operase un portofoliu de 2 miliarde \$ cu împrumuturi riscante legate de petrol, pe care le-a descărcat ulterior în bănci mai mari – jumătate în

Continental Illinois, la acea dată a patra ca mărime din țară, iar a doua porție ca mărime în banca Chase. Cum prețurile la petrol scădeau, portofoliul era aproape lipsit de valoare. Banca Pen Square a fost închisă, costând Federal Reserve peste 300 de milioane \$ în plata asigurărilor, în timp ce Continental Illinois s-a clătina încă o vreme, până a fost primită în structura federală în 1984.

Aceste probleme, desigur, au părut mărunte în comparație cu criza țărilor mai puțin dezvoltate. Volcker a reanalizat dificultățile prezentate pentru o ședință FOMC din toamna lui 1982: Mexicul se afla „într-o tranziție politică foarte dificilă”, având datorii externe de 100 de miliarde \$, și „nu cred că cineva poate veni cu o grămadă de bani într-o astfel de situație”. Argentina era „incapabilă să-și finanțeze necesitățile de pe piețe și este mult în urmă la plata datoriilor”. Ecuadorul se confrunta „cu perspectiva incapacității de a-și plăti datoriile în doar câteva săptămâni”. Chile „este incapabilă să se autofinanțeze, în prezent, și își epuizează rapid rezervele”. Bolivia era „practic în imposibilitate de plată”, la fel și Costa Rica și Peru. Chiar și țările „puternice” precum Brazilia, care să străduia din greu să mențină practici sănătoase, nu reușiseră să țină sub control gradul de îndatorare. Expertizele Federal Reserve indicau și că un număr „uimitor” de bănci mici și mijlocii erau implicate în împrumuturile către țările mai puțin dezvoltate, cele mai multe prin achiziționarea de participații la împrumuturile acordate de băncile mari.

Volcker a conturat o perspectivă vizibil sumbră:

Aș spune că toate acestea dau naștere, pe piețele financiare și nu numai, unui sentiment profund de haos în formare, de zbatere fără sens... care se alimentează singură. [...] Nu există aici nici măcar o sursă de putere sau siguranță reală. [...] S-ar putea să fie nevoie de acțiuni extraordinare. Nu am avut în istorie nici o situație similară, decât în măsura în care anul 1929 poate fi considerat similar.²⁵

Criza țărilor mai puțin dezvoltate s-a extins pe tot parcursul acelei decade. Deși guvernul federal nu a salvat băncile aflate în poziții de risc, organele de reglementare au inițiat o conspirație a tăcerii – „toleranță”, după cum a fost numită oficial – tratând împrumuturile acordate acestor țări ca și cum ar fi fost active cu valoare deplină, astfel încât băncile se puteau preface că sunt solvente, în timp ce își refăceau încetul cu încetul capitalul și rezervele. Rentabilitatea băncilor și prețurile la acțiuni au fost scăzute în cea mai mare parte a acelei perioade. Țările din America Latină au trecut printr-o recesiune profundă în 1982 și 1983 și au reușit să realizeze o creștere ușor peste 2% pentru restul decadei, ceea ce era mai puțin decât creșterea populației. Cu alte cuvinte, au devenit mult mai sărace.

Orizontul nu s-a înseninat complet decât în 1989, când noua administrație a lui George H.W. Bush a implementat „Planul Brady”, numit astfel după Nicholas

Brady, rămas în personalul Trezoreriei din timpul administrației Reagan. „Obligațiunile Brady” erau un set ingenios de noi efecte publice comercializabile, susținute de bonuri de trezorerie cu discount mare și care le permiteau atât țărilor care luaseră împrumuturile, cât și băncilor să-și șteargă aceste împrumuturi din registre. Au avut un succes deplin și nu l-au costat niciodată nici măcar un cent pe contribuabilul american.

Cel mai izbitor aspect în toate aceste episoade este îndrăzneala cu care banchierii au pășit dintr-un abis în altul. Finanțarea încercării fraților Hunt de a obține un monopol pe piața mondială a argintului a fost o antiteză a operațiilor bancare inteligente. În cazul companiilor Drysdale și Penn Square, goana după profit a fost mai importantă chiar decât cele mai rudimentare verificări în legătură cu utilizarea pe care debitorii o dădeau banilor.

În cazul împrumuturilor către țări mai puțin dezvoltate, în special, organele de reglementare au fost aspru criticate pentru că dormiseră în post. Dar acestea începuseră să tragă semnale de alarmă la mijlocul anilor 1970, iar Volcker îi împărtășise îngrijorarea sa direct lui Walter Wriston, președinte al Citibank și unul dintre cei mai importanți jucători pe piața acestor împrumuturi, în 1980. Se pare că Wriston i-ar fi replicat: „Domnule președinte, nu sunt deloc de acord cu dumneavoastră. Aceste împrumuturi internaționale sunt cele mai bune împrumuturi pe care le avem. Am înregistrat puține cazuri de neplată cu ele, iar marja profitului meu este foarte bună.”²⁶ (Aproximativ aceeași replică pe care Prince Chuck, CEO-ul Citibank, o flutura în 2007.) Dacă organele de reglementare ar fi început să impună reduceri ale valorii contabile a acestor împrumuturi încă din primele faze ale procesului, așa cum ar fi trebuit s-o facă, Wriston și colegii săi cu funcții executive ar fi fost mai mult decât scandalizați, iar Congresul i-ar fi susținut.

Performanța analiștilor de piață și a agențiilor de *rating* a fost deosebit de slabă. Chiar înainte de criza Penn Square, Continental Illinois era lăudată ca fiind „una dintre cele mai bune bănci de prestigiu existente”. Emisiunile de obligațiuni din partea băncilor de prestigiu erau cotate cel mai bine și nu atrăgeau nici o umbră de îngrijorare până în momentul în care criza împrumuturilor către țările mai puțin dezvoltate a ajuns pe prima pagină a publicațiilor financiare. Dacă agențiile de *rating* nu observaseră dependența tot mai crescută a băncilor față de doar o mână de debitori de mare risc, ar fi fost suficient să-i întrebe pe cei de la Federal Reserve.

O carieră precum cea a lui Volcker creează o perspectivă mondială bine protejată împotriva rețetelor și dogmelor. El l-a ascultat pe Walter Wriston declarând calitatea împrumuturilor către țări mai puțin dezvoltate. I-a auzit pe academicienii keynesieni insistând că ei pot controla inflația. A urmărit o altă echipă de academicieni explicând că piețele nereglementate minimizează

riscul. Sau a văzut cât e de previzibil faptul că politicienii vor cere o creștere economică mai rapidă în anii electorali.

Când discuți cu Volcker sau când îi asculți discursurile, discerni o esență distilată din înțelepciunea unui sfert de secol petrecut în centrul politicii economice. Judecă limpede. Ferește-te de dezechilibre. Optează pentru o creștere moderată în locul uneia rapide – durează mai mult și nu se termină cu o catastrofă. Ai grijă la economiștii care cred în modelele lor. Păstrează-ți încrederea în piețe, dar nu și în Wall Street. Nu te baza niciodată pe sfaturi de la oameni care se îmbogățesc riscând banii altora. Acceptă faptul că există finanțiști care nu au nevoie de organe de reglementare (dar sunt morți cu toții).

Prevestiri de rău-augur

Comportamentul iresponsabil al băncilor a fost un simptom al schimbărilor profunde ce se operau pe piețele financiare. George Soros anticipase cele mai multe dintre acestea în memoriul său din 1972 despre „Growth Banking”. În trecut, operațiile de împrumutare din Statele Unite se repartizaseră între trei categorii instituționale. Creditele ipotecare rezidențiale erau oferite și administrate de casele locale de economii și împrumuturi. Creditele pentru companii proveneau în cea mai mare parte de la bănci; creditul de afaceri de bază reprezenta linia de fond de rulment care, de regulă, se negocia anual, iar sumele retrase din credit fluctuau în funcție de ciclul de vânzări și acumulări al companiei. Împrumuturile pe termen lung, precum cele pentru construcții comerciale sau pentru finanțarea proiectelor industriale, erau atribuite companiilor de asigurări sau finanțate de pe piața de obligațiuni.

Aceste categorii se dezintegrau în anii 1970. Instabilitatea ratelor dobânzilor distrugea casele de economii și împrumuturi. (Aceste companii asigurau fondurile pentru credite ipotecare pe termen lung cu dobândă fixă din depozitele pe termen scurt. Dacă ratele la depozite depășeau registrul contabil al dobânzilor ipotecare, ajungeau la insolvență.) Băncile de investiții de pe Wall Street culegeau cele mai profitabile produse legate de serviciile bancare oferite companiilor. De ce plătea IBM-ul dobânzi bancare pentru fondul său de rulment? Ar fi putut împrumuta mai ieftin în nume propriu. Așa că Wall Street a inventat „hârtia comercială”. Chiar având un mic comision de garantare atașat, o bancă Merrill sau Morgan Stanley ar fi creat o linie de capital pentru IBM, pe care ar fi finanțat-o prin vânzarea de titluri IBM. Pentru a înrăutăți și mai mult lucrurile,

* Guvernul a „rezolvat” acea problemă prin impunerea unei dobânzi maxime la depozite. Dar când disparitățile din dobânzi au crescut foarte mult, consumatorii au început să-și plaseze banii în alte instrumente, precum noile și înfloritoare „fonduri mutuale de pe piețele financiare”.

băncile erau nevoite să furnizeze linii de creditare către băncile de investiții în schimbul unor comisioane foarte subțiri, pentru a susține noile afaceri cu hârtii comerciale.

A fost nevoie de ceva timp, dar băncile au ripostat. Cele mai multe dintre firmele de investiții erau încă SRL-uri, lipsite de rezervele consistente de capital propriu pe care le aveau băncile comerciale. Bancherii de investiții erau mai deștepți și aveau cămăși mai frumoase, dar consilierea firmelor mergea uneori mai bine când era asociată cu fonduri blocate. De la sfârșitul anilor 1980, băncile au început să spargă încetul cu încetul zidurile vechiului decret Glass Steagal, până la deplina constituire a „societății de holding financiar”, în 1999.

Dar acesta era un joc pentru doi parteneri. Una câte una, marile bănci de investiții au devenit SA-uri deținute public – Merrill, Goldman, Bear, Lehman, Morgan Stanley. Capitalul venea în valuri. E posibil ca Goldman să fi fost prima companie publică ce a obținut cea mai mare parte a veniturilor și profiturilor sale din „tranzacții în nume propriu” – punând în joc proprii bani ai casei. Cu toții i-au urmat exemplul. Dar acestea nu erau cu adevărat tranzacții „în nume propriu”. Când bătrânul J.P. Morgan s-a implicat în tranzacții în nume propriu, puneau în joc și banii săi *personali* și pe cei ai asociaților săi. Noua generație de tranzacții în nume propriu erau, de fapt, tranzacții „în numele acționarilor”. Directorii executivi ai firmelor se alegeau doar cu partea plină a paharului.

Finanțele s-au transformat într-o afacere mult mai puțin previzibilă – în care se creau și se tranzacționau instrumente financiare în loc să se ofere și să se administreze credite pe termen lung. Modele de comportament consfințite de timp – reguli tradiționale de securitate pe care organele de reglementare le considerau de la sine înțelese – au fost aruncate pe apa sâmbetei. Lichiditatea și profiturile sectorului financiar au crescut constant, la fel și gradul de îndatorare și risc. Schimbările au continuat încet timp de zece ani sau mai mult, până s-a depășit un anumit punct de curbură, iar ceea ce a urmat a fost explozia bruscă a riscului care a marcat anii 2000.

Volcker s-a retras din Federal Reserve în 1987, la expirarea celui de-al doilea mandat de președinte. Relațiile cu administrația Reagan se destrămau. James Baker, secretarul Trezoreriei, făcea presiuni pentru a obține bani mai ușor și pentru a încuraja o dezvoltare mai rapidă decât ceea ce considera Volcker că ar fi fost sigur. Era de acord cu Baker că o reducere a ratei dobânzii nu era lipsită de sens, dar voia să coordoneze această schimbare cu cea a altor valute importante, pentru a nu determina o precipitare asupra dolarului. În februarie 1986 s-a creat un moment extrem de tensionat când Preston Martin, un susținător loial al lui Reagan care fusese instalat ca vicepreședinte, și trei alți reprezentanți ai lui Reagan au obținut mai multe voturi decât Volcker în cadrul unei sesiuni neplanificate de votare a dobânzii. Volcker a fost scandalizat. „A fost

evident pregătit dinainte”, i-a spus el unui reporter. „Nimeni nu mai ceruse vreodată un vot neplanificat împotriva președintelui când problema nici măcar nu era în program.”²⁷ Volcker a reușit să răstoarne votul – era, fără îndoială, un motiv de demisie, ceea ce ar fi șocat piețele valutare globale. Două săptămâni mai târziu și-a dat acordul pentru reducerea dobânzii, dar, până la acea dată, și Japonia și Germania căzuseră de acord asupra unor reduceri similare, astfel că dolarul nu a fost expus excesiv.

Cel de-al doilea mandat al lui Volcker în fruntea Federal Reserve s-a încheiat în 1987. Administrația s-a prefăcut, de ochii lumii, că îi mai oferă un mandat: Volcker a înțeles că nu se dorea asta cu adevărat, și nu ar fi acceptat chiar dacă ar fi fost așa.

După Rezerva Federală

Când s-a retras din Federal Reserve, Volcker a primit numeroase oferte de a se alătura unor bănci importante sau firme de pe Wall Street, dar el nu dorea să devină o marionetă bine plătită sau un deschizător de uși la guvern. A preferat să se alăture firmei James D. Wolfensohn and Company, o nouă bancă de investiții, de mici dimensiuni. Jim Wolfensohn, fondatorul băncii, era un australian care cunoscuse succesul ca bancher de investiții la Salomon. Noua sa firmă era gândită ca o societate tradițională de consultanță, nepretențioasă, cu relații pe termen lung cu clienții, și fără operațiuni de garantare sau alte activități similare de pe piață. Era perfectă pentru Volcker. Câștigul salarial, deși modest după standardele Wall Street, reprezenta un ajutor financiar important după ani întregi în care făcuse naveta între New York și Washington, în schimbul unui salariu guvernamental. S-a alăturat firmei pe post de președinte al consiliului de administrație, dar s-a implicat în afacerile companiei și a devenit asociat cu drept de management – ocupând, practic, funcția de CEO –, când Wolfensohn a fost numit președinte al Băncii Mondiale în 1995. Până la acea dată, dimensiunile firmei se triplaseră, ajungând la 140 de angajați și zece asociați. În 1996, firma a fost vândută către Bankers Trust, iar Volcker, care se apropia de vârsta de 70 de ani, s-a lansat într-o a treia carieră ca om de stat în finanțele mondiale.

Principala „etichetă” pe care Volcker a adus-o cu el în cariera sa de după firma lui Wolfensohn a fost aceea a unui bancher de investiții sau a unui oracol al finanțelor internaționale, deși se încadra în ambele caracterizări. Adevărata marcă Volcker, cea care cântărea mai mult decât toate realizările sale financiare, era reputația sa de integritate neclintită și caracterul deplin incoruptibil. Dacă o companie importantă sau o organizație internațională avea o problemă de credibilitate sau corupție pe care și-o dorea rezolvată, o cale de a face acest lucru era să-l convingă pe Paul Volcker să conducă o comisie de anchetă. Partea

proastă era că el își lua reputația foarte în serios. Făcea săpături în profunzime și spunea lucrurilor pe nume, iar rezultatele puteau fi jenante.

Trei misiuni foarte cunoscute pot rezuma cariera lui Volcker ca specialist în integritate. În prima dintre ele, din 1996, s-a implicat doar la rugămintea arzătoare a unui prieten bancher din Elveția. Misiunea sa era să efectueze o anchetă asupra conturilor bancare ale evreilor din perioada Holocaustului, despre care se presupunea că au rămas suspendate în băncile elvețiene după cel de-Al Doilea Război Mondial. În anii 1930 și 1940, numeroși evrei germani, speriați că bunurile le vor fi confiscate de către naziști, și-au transferat banii în Elveția. Mulți dintre cei care au deschis depozite în acele bănci au murit, inevitabil, de mâna naziștilor. Dar în loc să încerce să dea de urma proprietarilor sau moștenitorilor acelor conturi inative de mult, băncile elvețiene s-au mulțumit să le păstreze pentru următoarea jumătate de secol, utilizând în voie respectivele fonduri.

Ancheta s-a desfășurat ca un scheci al grupului Monty Python. La început, elvețienii au insistat că cercetaseră pe deplin eventuala existență a unor conturi ale evreilor din perioada nazistă, în 1962, și că descoperiseră foarte puține astfel de conturi, pe care le transferaseră în proprietatea moștenitorilor sau către fundații caritabile. Sub supravegherea atentă a lui Volcker, au cercetat din nou și au mai găsit încă 1000 de conturi cu active în valoare de 40 de milioane \$. Iar când au cercetat și mai atent, au descoperit poate între 15 000 și 20 000 de astfel de conturi, sau poate chiar 54 000...²⁸

Elvețienii erau supuși și altor presiuni – un proces internațional major și murmure în Congresul american care cereau să fie strâns puțin șurubul asupra băncilor secrete. Dar Volcker are un talent unic de a concentra mințile, și deoarece el impune peste tot o încredere foarte vastă, un mecanism de rezolvare pe care el îl aprobă ca fiind „corect” va fi acceptat ca atare la scară largă, pentru că, de regulă, este într-adevăr corect.

Cea de-a doua anchetă a fost și mai agresivă. Este vorba despre ancheta asupra corupției din interiorul programului ONU, „Petrol contra hrană”, care a operat între anii 1996 și 2003. După Războiul din Golf din 1991, Irakul lui Saddam Hussein era considerat o țară proscrisă, iar majoritatea țărilor din Vest refuzau să deruleze activități comerciale cu ea. Dar embargoul comercial a avut efecte îngrozitoare asupra poporului irakian și s-au răspândit relatările despre subnutriția extinsă la scară largă și dezvoltarea întârziată a copiilor din Irak.

Prin urmare, puterile occidentale au hotărât să permită Irakului să vândă cantități limitate de petrol către Occident, cu condiția ca veniturile obținute să fie folosite în scopuri umanitare, cum ar fi lapte praf pentru bebeluși, alimente, vitamine, medicamente și alte bunuri similare. Gestionarea programului „Petrol contra hrană” a fost atribuită ONU. Contractele de achiziționare a petrolului din Irak au fost scoase la licitație, iar fondurile, depuse la ONU. În colaborare cu oficiali irakieni care informau asupra cantităților necesare, fondurile erau

utilizate pentru a achiziționa provizii umanitare, care erau și ele contractate pe baza unor licitații competitive.

Sumele de bani implicate erau foarte mari, de aproximativ 64 de miliarde \$ pe parcursul celor șapte ani. Acuzațiile de corupție și mită au apărut chiar de la început, alimentând antipatia generalizată a conservatorilor americani față de organizațiile internaționale de orice fel. Când acuzațiile de corupție au fost îndreptate asupra lui Kojo Annan, fiul lui Kofi Annan, secretar-general al ONU, Annan senior a cerut o anchetă completă. În aprilie 2004 a fost alcătuită o comisie de anchetă, prezidată, inevitabil, de Volcker. (Conservatorii americani au susținut că era un conflict de interese, deoarece Volcker era director în cadrul Asociației Americane a Națiunilor Unite, grup cetățenesc pro-ONU.)

Nu au existat încercări de a acoperi faptele. Comisia Independentă de Ancheta a lui Volcker (IIC) a lucrat timp de aproape doi ani, iar Volcker personal și-a dedicat, practic, tot timpul acestei anchete. Au scotocit prin mii de pagini de documente, dintre care majoritatea fuseseră reconstruite din dosare haotice, și au publicat o serie extinsă de rapoarte care depășeau cu mult 1000 de pagini și care dezvăluiau întreaga magnitudine a corupției.

Pe scurt, irakienii au reușit să deturneze 1,8 miliarde \$ din programul „Petrol contra hrană”. Cea mai mică parte, poate în mod surprinzător, provenea din contractele pentru petrol. În total, irakienii au vândut petrol în valoare de 64 de miliarde \$ și au obținut suprataxe ilegale în valoare de 229 de milioane \$. Partea cea mai consistentă a fraudei se regăsea în achiziționarea de bunuri umanitare. Dintre cele 3600 de companii care participau la program, 2300 făcuseră plăți ilegale către irakieni, de regulă sub forma unor taxe false de „servicii” și „transport”. În ceea ce-i privea pe irakieni, aproape toți bani erau acordați regimului, deși diverși oficiali ai ONU care facilitaseră fraudă primiseră și ei plăți consistente – și au făcut tot ce le-a stat în putință pentru a obstrucționa ancheta. Comisia l-a criticat aspru pe fiul lui Kofi Annan, care a ascuns faptul că fusese angajat de un contractor important din inspecții și care nu a cooperat în cursul anchetei. Deși Kofi Annan însuși a susținut că a fost „scos nevinovat” de către raport, de fapt comisia a ajuns doar la concluzia că nu existau „dovezi suficiente” pentru a-l lega pe Annan senior de implicarea fiului său sau pentru a nega afirmația fiului cum că tatăl său nu era la curent cu activitățile sale.

Comisia IIC a produs și un set de rapoarte suplimentare privind gestionarea programului și rezultatele sale. Proasta gestionare din partea ONU era mai mult decât bătătoare la ochi, iar comisia a redactat cu greu o listă lungă cu recomandări de reformă, după ce a recunoscut că organizații din afara sistemului oferiseră astfel de liste de ani buni. Vestea bună era că rezultatele propriu-zise ale programului, deși, în mod evident, mai puțin consistente decât ar fi trebuit, erau clar pozitive. În privința a mai multe probleme de sănătate și calitate a vieții, nivelul irakienilor crescuse vizibil în urma implementării programului.

Nivelul malnutriției la copii și al retardării; al prevalenței bolilor asociate cu o proastă infrastructură de apă potabilă, precum holera și diareea; și disponibilitatea medicamentelor de bază se îmbunătățiseră toate considerabil, ajungând, în unele cazuri, până la nivelurile din 1991.²⁹ Oricât de puțin satisfăcătoare ar fi fost unele dintre rezultatele anchetei, comisia a reușit să îndeplinească o sarcină complicată, în cea mai corectă și conștiincioasă manieră posibilă în acele circumstanțe.

Cea de-a treia comisie independentă foarte cunoscută, în fruntea căreia s-a aflat Volcker, a avut sarcina de a revizui și de a face recomandări în legătură cu mecanismele interne anticorupție din cadrul Băncii Mondiale, ca parte a acțiunii inițiate de președintele de la acea dată, Paul Wolfowitz, de a reduce corupția în finanțarea proiectelor în teren. Sarcina comisiei a fost complicată de demisia lui Wolfowitz, survenită înainte de încheierea anchetei. Wolfowitz nu fusese privit cu ochi buni de echipa băncii, iar demisia sa a fost cauzată, în parte, de acuzația că o favorizase pe partenera sa, care era și ea angajată a băncii. Comisia de anchetă pare să fi fost privită la fel de urât în interiorul băncii, ca și Wolfowitz însuși.

Misiunea era una lipsită de mulțumiri, dar conta. Cheltuielile anuale pentru dezvoltare ale Băncii Mondiale variază între 24 și 25 de miliarde \$, ceea ce reprezintă aproximativ un sfert din totalul cheltuielilor globale pentru dezvoltare. Ben Heineman, fost vicepreședinte și consilier general al General Electric, făcea parte din comisie. El mi-a spus că Volcker s-a ocupat de această misiune cu foarte multă seriozitate și conștiinciozitate. Era „extraordinar de preocupat de respectarea procesului“, a spus Heineman, „foarte atent, în sensul bun, cu o atitudine de om de stat, și foarte diplomat în conducerea comisiei și a personalului“. Termenii înguști de referință ai comisiei erau să descrie misiunea funcției interne anticorupție. Noua viziune propusă a fost descrisă într-o introducere de șapte pagini la raportul final. „Practic, Paul a scris acea introducere singur“, a spus Heineman, „și era foarte mândru de asta“.³⁰

Chiar și atunci când nu conduce comisii de anchetă, Volcker are destule lucruri de făcut. Este președinte al organizației Group of Thirty, un consiliu consultativ ce îi include pe câțiva dintre cei mai importanți experți financiari și economiști ai lumii, și membru fondator al Comisiei Trilaterale; face parte din consiliul de administrație a mai multor companii; este un orator foarte apreciat; și a avut câteva angajamente academice cu jumătate de normă. Mai recent s-a implicat puternic atât în campania electorală, cât și în noul mandat prezidențial al lui Barack Obama.

În sprijinul schimbării

Cei care l-au urmărit pe Volcker știu de mult timp că se împotriva puternic atitudinii de reglementare relaxate, de tipul *laissez-faire*, adoptată de Alan Greenspan, succesorul său la Federal Reserve. Dar fiind un om din școala veche, o reminiscență a unei epoci în care nu se accepta să-ți critici succesorul, el a păstrat tăcerea.

Cum economia continua să meargă neobișnuit de bine până la începutul anilor 1990 – „Marea Moderație“, cum era numită uneori –, Greenspan a căpătat reputația unui guru, sau Maestru, cum l-a poreclit Bob Woodward. Pentru admiratorii lui Greenspan, și pentru Greenspan însuși, aparenta situație bună a economiei era confirmarea finală a zelului său antireglementare, căruia i s-a atribuit statutul de dogmă sacră. Consecința faptului că Greenspan a urmărit economia doar prin prisma doctrinei sale a fost faptul că a ratat grosolan norii de furtună care se îngălămeau prin 2004, până când s-a dezlănțuit uraganul. Cel puțin Greenspan a avut bunul-simț de a recunoaște acest lucru în fața unei comisii congresionale. („Aceia dintre noi care au urmărit interesele instituțiilor de creditare pentru a proteja capitalul acționarilor, inclusiv eu, suntem șocați și nu ne vine să credem.“³¹) Puțini dintre susținătorii săi, care încă domină Wall Street-ul, au făcut mărturisiri similare.

Volcker a rupt în sfârșit tăcerea în aprilie 2008, în timpul unui discurs usturător la Clubul Economic din New York. Discursul merită citat pe lung. A început vorbind despre criza financiară din orașul New York de la mijlocul anilor 1970, ultima dată când se adresase clubului. A continuat:

Până la criza din New York, țara fusese scutită de orice formă de criză financiară pentru mai bine de 40 de ani. Prin contrast, actuala criză financiară reprezintă un punct maxim, în număratoarea mea, a cel puțin cinci defecțiuni grave de importanță sistemică din ultimii 25 de ani – în medie, câte una la fiecare cinci ani. Avertizare suficientă a faptului că ceva de la bază e greșit. [...]

E greu de demonstrat că noul sistem a adus beneficii excepționale economiei în general. Creșterea economică și productivitatea din ultimii 25 de ani au fost comparabile cu cele din anii 1950 și 1960, dar, în acele perioade, prosperitatea era împărțită pe scară mai largă. [...]

Altfel spus, noul sistem financiar genial – în ciuda tuturor participanților săi talentați și a recompenselor sale bogate – a picat la testul pieței. [...]

Crizele financiare apar de regulă după un proces autosusținut de exuberanță a piețelor, marcată de acordarea și luarea a prea multe împrumuturi, care apar la rândul lor ca răspuns la dezechilibre economice ascunse. [...] Statele Unite, per ansamblu, [au devenit] dependente de cheltuieli și consum ce depășesc capacitatea sa de a produce. Rezultatul a fost o dispariție practică a economiilor personale, o creștere rapidă a importurilor și un deficit uriaș în balanța comercială. [...]

Dar în final... nici o scamatorie financiară nu poate susține pe termen lung ceea ce nu este sustenabil. Apare un punct de rupere... Excesele ipotecării subprime au ieșit la iveală, dubiile legate de valorile financiare s-au răspândit, iar economia a fost forțată să accepte ajustări – dureroase, dar necesare...

[Și a concluzionat:]

Să nu pierdem din vedere partea plină a paharului – care poate fi rezultatul pozitiv al tuturor acestor tulburări. Excesele pieței sunt cu siguranță penalizate prin pierderi uriașe de bani și prestigiu. Plăcerile trecătoare ale îndatorării extreme au fost scoase la suprafață. Prin forța circumstanțelor, comportamentul de cheltuire și consum al națiunii este aliniat la capacitatea noastră de a produce. Nevoia unei reforme în reglementare este recunoscută peste tot.

La sfârșitul discursului său, Volcker a fost întrebat de fostul președinte Blackstone, Peter Peterson, dacă era adevărat că făcuse „o declarație clară de susținere a candidaturii lui Barack Obama la președinție... [deși] acesta are cel mai liberal registru de voturi din Senat“.

Volcker a răspuns că nu analizase registrul de voturi al lui Obama, dar:

Ceea ce am, totuși, sunt niște impresii destul de puternice și nu-mi place direcția în care se îndreaptă această țară de ceva vreme, în multe sensuri. Economia ar putea fi o parte a problemei, dar e doar o parte mică din problema acestei țări. Dați-mi voie să vă descriu un mic simptom a numeroaselor lucruri care sunt greșite.

S-au tot făcut sondaje printre americani, în fiecare an, ani la rândul. Genul de chestionar în care ți se pune aceeași întrebare. Aveți încredere că guvernul vostru face ceea ce trebuie de cele mai multe ori? Nu e o examinare foarte dificilă... acum 20 sau 30 de ani, răspunsurile pozitive însumau 70%. În prezent, răspunsurile pozitive sunt între 25 și 30%. Cred că asta vă spune ceva.³²

Volcker a continuat în noiembrie cu observații și mai usturătoare la un simpozion din Londra, și și-a expus părerea încă o dată la un simpozion din New York, din februarie 2009. „Ne aflăm în mijlocul unei crize economice masive“, a spus el. „Vom auzi ecouri ale acestei situații încă mult timp de acum încolo.“ Și a respins disprețuitor ideea că menținerea unui control strâns asupra băncilor, fondurilor speculative și a altor jucători ar înăbuși „inovația“. „Singura inovație care a contat pentru oamenii adevărați pe parcursul ultimilor 20 sau 30 de ani“, a spus el, „a fost bancomatul“³³. În ianuarie, organizația Group of Thirty, care este prezidată de Volcker, a dat publicității o propunere cât se poate de detaliată pentru reforme financiare regulatoare³⁴. Obiectivele noului cadru sunt să realizeze o acoperire mai cuprinzătoare și să pună accentul pe organizații de importanță sistematică, indiferent de tipul lor. Apare și un număr de recomandări detaliate legate de o mai mare transparență, mai multă consecvență între instituțiile de același tip, intervenții mai bune în situații de criză și instrumente îmbunătățite pentru managementul stabilității.

Citindu-le, am realizat că aproape toate recomandările, cu excepția a câteva ce se referă la probleme jurisdicționale, ar putea fi implementate fără legislație. Când l-am întrebat pe Volcker, a confirmat că probabil așa este. Și tocmai de aceea sunt clasice pentru Volcker. Sunt foarte bine documentate, dar poartă pecetea caracterului practic, a modestiei, bunului-simț și a lipsei unei dogme. Acesta este Volcker cu adevărat, și pentru aceste lucruri ar trebui să-l prețuim.

Note

¹ I-am luat un interviu lui Volcker în 2007 pentru *The Trillion Dollar Meltdown* și am discutat cu el din nou când pregăteam această carte. Din diverse motive, a cerut să nu fie citat direct din cel de-al doilea interviu.

² Paul A. Volcker și Toyoo Gyohten, *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership* (New York: Times Books, 1992), pag. 47.

³ Toate datele economice din acest capitol provin din surse guvernamentale oficiale.

⁴ Robert L. Bartley, *The Seven Fat Years and How to Do it Again* (New York: Free Press, 1992), pag. 27.

⁵ Volcker, *Changing Fortunes*, pag. 79–80.

⁶ William Greider, *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country* (New York: Simon & Schuster, 1987), pag. 433.

⁷ *Ibidem*, pag. 66.

⁸ *Ibidem*, pag. 47.

⁹ Michael J. Boskin, *Reagan and the Economy: The Successes, Failures and Unfinished Agenda* (Panama City, Panama: International Center for Economic Growth, 1988), pag. 88.

¹⁰ Transcriere a ședinței Comitetului de Politică Monetară al Băncii Centrale Americane, 5 octombrie 1982, pag. 19.

¹¹ Paul Volcker, interviu cu autorul.

¹² Transcriere a ședinței Comitetului de Politică Monetară al Băncii Centrale Americane, 18 septembrie 1979, pag. 34.

¹³ Transcriere a ședinței Comitetului de Politică Monetară al Băncii Centrale Americane, 2–3 februarie 1981, pag. 35. (Citat într-o notă de subsol a cărții lui Greider, *Secrets*, pag. 392.)

¹⁴ Citatele din acest paragraf și cele două anterioare sunt luate din transcrierea ședinței Comitetului de Politică Monetară a Băncii Centrale Americane, 6 octombrie 1979, pag. 6, 8, 9, 17.

¹⁵ *New York Times*, 14 octombrie 1979.

¹⁶ Transcriere a ședinței Comitetului de Politică Monetară al Băncii Centrale Americane, 8–9 ianuarie 1980, pag. 2.

¹⁷ Transcriere a ședinței Comitetului de Politică Monetară al Băncii Centrale Americane, 20 mai 1980, 10, pag. 23–24.

¹⁸ Transcriere a ședinței Comitetului de Politică Monetară al Băncii Centrale Americane, 2–3 februarie 1981, pag. 77.

- ¹⁹ Bartley, *Seven Fat Years*, pag. 114–115.
- ²⁰ Transcriere a ședinței Comitetului de Politică Monetară al Băncii Centrale Americane, 29 martie 1982, pag. 24.
- ²¹ Greider, *Secrets*, pag. 465.
- ²² Leonard Silk, „Economic Scene: The New Pragmatism“, *New York Times*, 28 iulie 1982.
- ²³ Dacă nu se menționează altfel, descrierea crizei LDC se bazează pe Federal Deposit Insurance Corporation, *History of the Eighties: Lessons for the Future*, vol. 1, *The LDC Debt Crisis* (Washington, DC: USGPO, 1997), pag. 192–210.
- ²⁴ Transcriere FOMC, 5 octombrie 1982, pag. 21.
- ²⁵ Citatele din Volcker din acest paragraf și precedentul sunt din *ibidem*, pag. 19–21.
- ²⁶ Greider, *Secrets*, 194.
- ²⁷ Joseph B. Treaster, *Paul Volcker: The Making of a Financial Legend* (Hoboken, NJ: Wiley, 2004), pag. 181.
- ²⁸ *New York Times*, 11 iunie 1997 și 23 ianuarie 2000.
- ²⁹ Datele din paragrafele precedente provin din rapoartele comisiei de anchetă. Ele sunt disponibile la <http://www.iic-offp.org/story27oct05.htm>.
- ³⁰ Ben Heineman, interviu cu autorul. Raportul final este disponibil la http://siteresources.worldbank.org/NEWS/Resources/Volcker_Report_Sept._12._for_website_FINAL.pdf.
- ³¹ *New York Times*, 24 octombrie 2008.
- ³² Transcriere a discursului lui Volcker la Clubul Economic din New York, 8 aprilie 2008. Disponibil la http://econclubny.org/files/Transcript_Volcker_April_2008.pdf.
- ³³ *New York Times*, 6 februarie 2009.
- ³⁴ *Financial Reform: A Blueprint for Financial Stability* (Washington, DC: Group of Thirty, 2009). Disponibil la http://www.group30.org/pubs/pub_1460.htm.

BABILONIA PIEȚELOR FINANCIARE

IN INTRODUCERE AM FĂCUT REFERIRE la estimările fundamentale greșite privind mersul economiei în 2008, previziuni făcute de cele mai luminate minți din lumea prognozei economice. Pentru referință, am extras previziunile economice făcute pe parcursul unei decade de către Consiliul de Consultanți Economici de la Casa Albă. Din acest consiliu fac parte economiști de marcă, adesea de valoarea Premiului Nobel, și chiar dacă previziunile lor pot avea o oarecare nuanță politică, rareori se îndepărtează prea mult de consensul profesional. Am început cu raportul pentru 1997, dat publicității la începutul aceluși an, când crahul *dot-com* începuse deja să se formeze. Consiliul credea că rata maximă sustenabilă de creștere reală a economiei era de 2,5% și se aștepta la o creștere de doar 2%. Însă rezultatul a fost un uimitor 4,5%. În următorul raport, de la începutul lui 1998, Consiliul și-a recunoscut, așa cum era corect, surprinderea în fața acelor cifre excelente pe 1997, dar a continuat să se aștepte la o creștere lentă, prognozând o întoarcere la 2% pentru noul an. Dar rezultatul din 1998, o dată în plus, a fost de peste două ori mai bun decât cel prognozat. Consiliul a crescut prudent prognoza pentru 1999, dar acesta era în continuare mult sub nivelul real. Până în 2000 a ajuns, într-un final, să recunoască apariția unei schimbări fundamentale în productivitatea națională, și a crescut dramatic atât prognozele pe termen scurt, cât și cele pe termen mediu – exact la timp pentru explozia crizei *dot-com* și recesiunea anilor 2001–2002¹.

Activitatea Consiliului din timpul mandatului lui Bush nu a fost cu nimic mai bună. A supraestimat mult creșterea pe 2002 și 2003, iar când economia a intrat în plin proces de revenire, în 2004, a prognozat cu încredere că acea creștere ridicată avea să se mențină pe termen lung. Raportul pe 2008 prognoza o creștere mai lentă, dar pozitivă, pentru prima jumătate a anului, când investițiile au abandonat sectorul locuințelor, dar se prevedea o revenire semnificativă în cea de-a doua jumătate și un an decent, per ansamblu. Perspectiva lor asupra anilor 2009 și 2010 cuprindea o creștere reală, solidă, de 3%, cu inflație scăzută și rate bune de utilizare a forței de muncă.

Cu alte cuvinte, n-au bănuț nimic. După cum n-a bănuț nimic nici președintele Rezervei Federale, Ben Bernanke, un bun economist, când, în februarie 2007, a descris unei comisii a Congresului ceea ce *New York Times* a numit o

economie „Bucle-Aurii“ (*goldilocks*) – nici prea fierbinte, nici prea rece. Scăderea pieței imobiliare, le-a spus el, se stabilizase și nu avea să afecteze restul economiei. Iar Bernanke are acces, prin poziția sa, la tot atâtea date economice și financiare ca din orice alt punct al lumii.

În acest ultim capitol, aș dori să insist asupra întrebării de ce Buffett, Soros și Volcker au prevăzut criza care se apropia, cu mult timp înainte ca ea să apară, atunci când profesioniști în previziuni economice dăduseră greș cu atâtea consecvență. Iar răspunsul, cred eu, ține de starea economiei în sine.

Capacitatea de a înțelege ce nu merge bine în economie nu ar fi atât de importantă dacă i-am considera pe economiști un fel de meteorologi sau prezicători de bursă. Dacă un meteorolog spune că va ploua azi, ne luăm o umbrelă, dar cei mai mulți dintre noi ignoră buletinele meteo care acoperă mai mult de câteva zile înainte. Ne mai uităm la vechea emisiune a lui Jim Cramer doar pentru distracție, dar puțini investitori serioși îl urmăresc pentru a obține niște sfaturi reale.

Dar profesia economică este luată foarte în serios. Companiile își stabilesc planurile de cheltuieli și investiții pe baza previziunilor făcute de economiști, iar guvernul apelează la acești profesioniști pentru a găsi îndrumare într-o paletă tot mai largă de probleme politice. Economiștii vor juca un rol major în implementarea programului administrației Obama privind sistemul de sănătate și tot ei stabilesc termenii dezbaterii în programul stimulării economice și salvărilor financiare.

Ceea ce mi-aș dori să discut aici nu se referă neapărat la deficiențele economiștilor, ci la importanța de a recunoaște limitele profesiei și pericolele sale. Din experiențele recente, cele două școli dominante de macroeconomie, luate în sens larg – keynesiansimul și Școala din Chicago –, au „nășit“ fiecare politici publice ale căror consecințe economice au fost devastatoare.

Marea Inflație din anii 1970 a infirmat teoria neokeynesiană a managementului economic din anii 1960. Iar când i-a venit rândul Școlii din Chicago, aceasta a dus ingineria financiară spectaculoasă și zelul antireglementare până în punctul în care aproape că a distrus sistemul financiar occidental.

Ce teorie academică e aceea care poate provoca asemenea distrugerii?

„Știința“ economiei

Economia matematică modernă s-a conturat la sfârșitul secolului al XIX-lea și începutul secolului XX. Era o perioadă în care recente realizări din fizică păreau să promită o perspectivă în care o largă paletă de activități umane intrau sub controlul „științei“. Karl Pearson, un coleg mai în vârstă de-al lui John Maynard Keynes de la Cambridge (și un virulent adept al eugeniei), era un

personaj creativ care proclama că: „Domeniul științei este nelimitat... Fiecare set de fenomene naturale, fiecare fază a vieții sociale, fiecare etapă a dezvoltării trecute sau prezente este material pentru știință“ – pentru că: „Unitatea întregii științe constă doar în metoda sa, nu în material.“ (Sublinierea îi aparține lui Pearson.)²

Dintre toate științele sociale, economia prezenta cea mai apropiată reflexie a fizicii. În exemplul idealizat al licitației la porumb, gândit de David Ricardo, prețurile corecte rezultau din interacțiunea statistică a numeroși participanți „atomizați“ de pe piață, care se supuneau regulilor simple ale interesului propriu rațional. Părea exact ca în cazul gazelor lui James Clerk Maxwell: dansul complicat și arbitrar al nenumăratelor molecule în ciocnire liberă era coordonat de doar câteva legi simple și imuabile. În cartea lui Alfred Marshall, *Principiile economiei*, manualul de bază în economie pentru cea mai mare parte a perioadei de dinaintea Marii Crize, el scria despre calculul diferențial – metoda matematică a curbilor line și continue care susțin legile lui Newton – că reprezintă „formula universală“ chiar și pentru domenii precum sociologia și biologia, și în special pentru economie³.

Dar nu toată lumea a acceptat acel argument. Câțiva economiști foarte cunoscuți au subliniat că, de fapt, se întâmpla frecvent ca prețurile să nu respecte curbele din modele – acestea puteau fi „rigide“ și variau în salturi, nu creșteau gradat în mișcări infinitezimale ca mărul lui Newton. Însă academicienii americani au îmbrățișat cu entuziasm teoria, chiar în domenii ce depășeau cu mult economia. John Dewey visa la ziua în care școlile vor putea fi conduse „pe o bază psihologică, așa cum marile fabrici sunt conduse pe baza unei științe a chimiei și fizicii“⁴.

Deși Keynes era un bun matematician, el s-a numărat printre puținii sceptici consecvenți ai pretențiilor științifice ale economiei:

Fizica matematică [adică aplicarea sa în studii sociale și economice] nu și-a îndeplinit prima promisiune, nici ca știință, nici ca studiu. [...] Ipoteza atomică ce a funcționat atât de bine în fizică dă greș în psihologie. Ne confruntăm în fiecare moment cu probleme ce țin de unitatea organică, distribuția discretă, discontinuitate – întregul nu este egal cu suma părților, comparațiile cantitative ne înșală, schimbările mici produc efecte mari, ipotezele unui continuu uniform și omogen nu sunt confirmate.⁵

Biograful lui Keynes, Robert Skidelsky, sugerează că acesta a făcut apel la un tip mai vechi, prematematic de „economie politică“, precum cel al lui Mill și Hume, care privea societatea și sistemele sale comerciale și de schimb drept un organism, bogat în ipoteze și practici care nu puteau fi cuprinse în modele. Și el înțelegea că, deși ecuațiile de bază ale fizicii nu se schimbă, cele ale economiei pot deveni uneori foarte instabile. Keynes a făcut celebra sa observație că „pe

termen lung, suntem toți morți“ în cursul argumentării contra valorii prezviunilor economice pe termen mai lung. Caracterul variabil al relațiilor de bază din economie, considera el, era de natură să transforme proiecțiile extinse în ceva foarte incert. Iar el era extrem de sceptic cu privire la impunerea unor sacrificii eroice în prezent doar de dragul unor avantaje îndepărtate promise de economiști.⁶

Iar Keynes nu avea încredere nici în modelele matematice. În 1938 s-a implicat într-o dezbatere cu Jan Tinbergen, un matematician olandez care construise un model al fluxurilor comerciale ale Olandei, și care, ulterior, a pus la punct primul model macroeconomic comprehensiv, național, destinat inițial Olandei. Keynes a fost aspru:

Susține cineva că există probabilitatea ca ecuațiile să funcționeze aproximativ data viitoare? [...] Se poate oricând pregăti o formulă care să se potrivească relativ bine cu o serie limitată de evenimente din trecut. Dar ce demonstrează asta? Cât loc mai rămâne pentru așteptări și încredere în viitor? Cât loc mai este rezervat pentru factorii non-numerici, precum invențiile, problemele cu forța de muncă, războaiele, cutremurele, crizele financiare?⁷

Cea mai cunoscută lucrare a lui Keynes, *Teoria generală a ocupării forței de muncă, a dobânzii și a banilor*, cuprinde doar un minim sistem matematic. Însă a devenit un fapt larg acceptat în mediul academic, după ce John Hicks în Marea Britanie și Alvin Hansen în Statele Unite au pus la punct un model cu caracter matematic bazat pe principalul argument al cărții. Economiștii neoclasiци porneau de la premisa că salariile, producția și cererea se echilibrău toate automat, iar ajustările defectuoase temporare erau corectate de rata dobânzii. Abaterea lui Keynes fusese de a arăta că o economie putea ajunge la mai multe puncte de echilibru stabil înregistrând valori sub cele optime pentru cerere și ocupare a forței de muncă. Stimularea temporară a cererii de către guvern era, așadar, o potențială cale de salvare dintr-o recesiune. Munca lui Hicks reasezase cartea lui Keynes în formatul cel mai bine proiectat pentru a se prolifera în mediul academic. Dar reacția lui Keynes a rămas în continuare rece și s-a implicat prea puțin în răspândirea foarte rapidă a cărții sale, care s-a produs imediat.

Capacitatea tot mai mare a calculatoarelor puternice de după cel de-Al Doilea Război Mondial a determinat dezvoltarea în forță a construirii de modele macroeconomice „neokeynesiene“. În special academicienii americani au creat o viziune rigid mecanizată a sistemului economic. Acționați această manetă și vor crește investițiile, roțiți acest volant și va crește consumul – toate elementele vor intra fără probleme la locul lor, ca niște tambure de inox. Alegerile din 1960 și legăturile lui John Kennedy cu Universitatea Harvard au atras la Casa Albă o mulțime de economiști excesiv de încrezători în noile lor mijloace de acțiune. Tot credința administrației într-un *deus in machina* a fost cea care l-a determinat

pe Kennedy să facă declarația profund neinspirată, din 1962, conform căreia nu mai rămăseseră probleme ideologice de rezolvat; țara se confrunta doar cu „probleme tehnice... probleme administrative“⁸.

Eclipsarea neokeynesianismului în contextul eșecului inflaționist din anii 1970 a dus la reabilitarea vechii economii neoclasiice asociată cu Școala din Chicago și o explozie de noi teorii sub umbrela „noilor clasici“. Există totodată o legătură strânsă între noii clasici și teoreticieni financiari ai „piețelor eficiente“ de la Universitatea din Chicago. Această școală de afaceri îi găzduia, printre alții, pe Eugene Fama, Merton Miller și Myron Scholes, care au realizat cea mai mare parte a lucrărilor asupra teoriei portofoliului modern și asupra sistemului matematic al instrumentelor derivate. Până în anii 2000, academicienii cu o gândire similară au ajuns să domine majoritatea școlilor americane de finanțe și economie și toate firmele de pe Wall Street.

Dar în mijlocul noilor teorii care se răspândeau, rămăneau valabile obiecțiile ridicate la începutul secolului XX. Piețele financiare, cel puțin în perioadele de stres, nu urmau curbele line prezentate în modele.

Crahul bursier din 1987 oferă un bun exemplu. Pe fondul unei impresii generale că piețele creșteau spumos, academicienii de la Stanford au pus la punct „asigurarea de portofoliu“. Managerul unui portofoliu își alegea un prag minim al prețului pentru portofoliul său, iar dacă prețurile începeau să scadă apropiindu-se de prag, calculatoarele vindeau acțiunile *futures* la bursele din Chicago. Dacă valoarea portofoliului cădea sub acel prag, câștigurile din contractele *futures* compensau pierderile din acțiuni. Piețele au căpătat o tendință ascendentă – posibil datorită faptului că atât de mulți investitori își achiziționaseră asigurări –, dar într-un final s-a ajuns la un punct în care piețele au slăbit atât de mult încât algoritmele de „vânzare“ computerizată au intrat puternic în acțiune. Dar, din întâmplare, cumpărătorii din cealaltă tabără nu erau computere care să calculeze obiectiv prețuri corecte matematic. Erau doar oameni care, ca majoritatea traderilor umani confrunțați cu un val uriaș de vânzări, au intrat în panică și au început să vândă și ei. În loc să se formeze o curbă lină, continuă și diferențiabilă a prețului, au apărut momente foarte lungi în care nu existau deloc prețuri. Căderea bursei cu 23%, în Lunea Neagră, a reprezentat cea mai mare prăbușire a pieței într-o singură zi din întreaga istorie.

În recentul dezastru al creditelor am putea găsi un argument al faptului că practicile de modelare economică chiar *au contribuit* la excesele de îndatorare a căror implozie a determinat haosul financiar din jurul nostru.

Dați-mi voie ca, pentru o clipă, să mă exprim alambicat. Conceptul piețelor care stă la baza celor mai multe modele macroeconomice ale noilor clasici este așa-zisa „economie Arrow-Debreu“. Este tipul de economie fără probleme, perfect capabilă să se deblocheze singură, la care visează toți economiștii Școlii din Chicago. Dar caracteristica sa specială este conceptul conform căruia piețele sunt

„complete” – orice activ sau poziție de risc poate fi transformată fără urme într-un „activ condițional” –, adică un instrument financiar derivat. Ideea intuitivă este aceea că dacă există instrumente derivate cu preț corect care să acopere toate categoriile de risc, toate riscurile vor migra spre cele mai dezirabile și cele mai capabile să le susțină. În consecință, întregul sistem devine mai stabil și mai viguros. Economiiștii conservatori ai Rezervei Federale au acceptat acest raționament – ei chiar au crezut că explozia de instrumente financiare derivate din anii 2000 a redus riscul!* Chiar Alan Greenspan a declarat acest lucru în repetate rânduri. Iar această credință le-a permis să ignore vasta acumulare de datorii și proliferarea unor produse pe care nimeni nu le înțelegea.⁹

În fond, criza creditelor ține de o lăcomie nestăpânită, de tertipuri și chiar de fraudă. Exemplele sunt numeroase și ușor de găsit. Dar am știut dintotdeauna că oportunitatea de a câștiga averi mari îi va determina și pe oamenii de obicei decenti să calce în picioare noțiunile convenționale ale onoarei și eticii. Întrebarea mai dificilă este cum a fost posibil ca lăcomia să ajungă la o asemenea anvergură fără ca oameni foarte deștepți, precum Ben Bernanke, să observe? Răspunsul pare a fi acela că ei toți priveau lumea printr-un set foarte special de lentile. Oamenii cu simț practic, precum Buffett, Soros și Volcker, și mulți, mulți alții, au observat vremurile grele care se apropiau încă din 2003 și 2004, și adesea cu mult înainte. Dar prin ochelarii magici, ai căror lentile proveneau din școlile dominante de teorie economică și financiară, piețele păreau să fi ajuns în paradis, și totul mergea cât se poate de bine în cea mai bună dintre lumile posibile¹⁰.

O scurtă privire în urmă

Merită să medităm puțin la cât de multe lucruri au luat o turnură greșită și cât de repede s-a întâmplat acest lucru. Caracteristica unică a actualei crize ține de faptul că este o criză a foilor de bilanț, un exces de creditare a cărui origine se regăsește în sectorul financiar. Acesta este unul dintre motivele pentru care e atât de neplăcută. Creditul este aerul pe care îl respiră piețele. Creditul toxic

* Pentru o declarație detaliată direct asupra subiectului, a se vedea discursul guvernatorului Kevin Warsh, „Financial Intermediation and Complete Markets” de la Centrul European de Economie și Finanțe din Londra, la data de 5 iunie 2007. Remarcați data: era cu aproximativ două săptămâni înainte de prăbușirea fondurilor speculative, susținute de ipoteci, Bear Sterns – prima piatră care a alunecat prevestind avalanșa financiară care avea să urmeze. Warsh, desigur, a inclus și avertizările de rigoare legate de suficiența lichiditate etc., dar tonul general vestea zorii unei zile noi, iar descrierea sa despre „piețele complete” este extrasă direct din manualul noilor clasici.

infectează toate categoriile de active, iar prezența pieței americane este atât de importantă încât infecția s-a răspândit în lumea întreagă. Iar profesioniștii din economie nu au reușit s-o prevadă nici măcar atunci când economia suferea dezechilibre puternice.

Existau multe semnale de alarmă că lucrurile nu mergeau cum trebuie. Profiturile companiilor au crescut foarte mult în anii 2000. Din 1960 și până în 2007, profiturile nete ale companiilor erau în medie de 6,5% din venitul național. În cei patru ani dintre 2004 și 2007, media a fost de 10,8%, sărind la 11,8% în 2006 și 2007. Dar chiar pe măsură ce profiturile creșteau puternic, rata investițiilor companiilor a scăzut, astfel că numerarul disponibil al companiilor a crescut considerabil. În mod convenabil, Congresul a modificat codul fiscal pentru a încuraja distribuirea numerarului către acționari. Companiile care formează indicele S & P 500, din ultimul trimestru al lui 2004 și până în trimestrul trei al lui 2008, au câștigat în total 2,4 trilioane \$, dar au distribuit către acționari 2,6 trilioane \$. Iar asta fără a ține cont de răscumpărările de acțiuni, care au fost și ele masive.

Aceste uriașe fluxuri de numerar disponibil au fost distribuite în principal instituțiilor și investitorilor bogați și au fost investite în cea mai mare parte în instrumente financiare. Afluxul puternic de bani în acțiuni și obligațiuni a crescut prețurile activelor și a determinat o scădere dramatică a randamentelor. Randamentele în scădere au încurajat comportamente riscante precum acumulări uriașe de active comerciale cu grad ridicat de îndatorare la cele mai mari bănci, și preferința pentru randamentele mai mari oferite de creditarea pentru consum. Rezerva Federală nu a făcut nimic pentru a opri această explozie a activelor; de fapt, prin păstrarea ratelor dobânzilor la un nivel exagerat de scăzut pentru o perioadă lungă de timp, a încurajat-o în mare măsură. Sectorul financiar a devenit rapid principalul motor al economiei, realizând 40% din toate profiturile companiilor până în 2007.

Îngrijorător este faptul că ceva similar s-a întâmplat și în anii 1920. Fluxurile de numerar ale companiilor creșteau mult mai rapid decât investițiile sau salariile, iar excesul era vărsat în instrumente financiare. A apărut o creștere bruscă a ingenioaselor împrumuturi pentru consum, atât prin credite ipotecare rezidențiale, cât și prin creditare prin vânzare în rate, inclusiv unele dintre aceleași instrumente, cum ar fi creditele ipotecare doar cu dobândă, care le-au creat mari necazuri unor bănci precum Countrywide. Iar când băncile au început să-și facă griji pentru împrumuturile lor nesigure, le-au strâns laolaltă – sau le-au „securitizat” – în „trusturi de investiții” cu indice ridicat de îndatorare pe care le operau la bursă. Sună cunoscut.

În prezent, fluxul finanțelor a forțat nivelul de cheltuieli al consumatorilor până la 72% din P.I.B., cea mai mare rată din toate timpurile, în timp ce economiile personale au scăzut practic la zero. Foarte repede, americanii au început

să investească excesiv în bunuri pe care Wall Street se pricepea să le finanțeze – case mai mari, mașini de teren, jucării electronice din Asia. În mod necesar, au urmat și alte explozii – în noile malluri; în noile și strălucitoare clădiri de birouri și hoteluri și restaurante de lux, pe care bancherii le agreează; și în achiziționări cu grad mare de îndatorare ale unor companii aflate pe același val, cum ar fi lanțuri hoteliere, retaileri, cazinouri, magazine de mobilă și firme de construcții rezidențiale. Iar când nu au mai rămas active bune care să poată garanta împrumuturile și s-a ajuns la o sărăcie de clienți pentru împrumuturi care să se califice pentru un credit, sectorul financiar a continuat să acorde împrumuturi, inventând creditele ipotecare „ninja” („fără venit, fără loc de muncă, fără bunuri”), împrumuturi „fără obligații” către companiile care preluau alte firme (dacă nu poți plăti, creditorul nu te poate obliga), și alte denaturări.

În anii 2000, americanii au cheltuit 105% din ceea ce au produs, iar cea mai mare parte a excedentului a fost cheltuit în gospodării.

Cu alte cuvinte, economia era complet dată peste cap. De ce nu observau economiștii nimic? Ei bine, au observat, firește, dar fiindcă modelele lor susțineau că piețele au întotdeauna dreptate, au elaborat noi teorii care să explice de ce piețele se comportau astfel.

Una dintre favorite a fost „Saturația Globală de Economii”, anunțată cu oarecare pompă de nimeni altul decât Ben Bernanke, în 2005.¹¹ Ideea era că datoria internațională a Americii și deficitele comerciale, care erau ambele în creștere, erau cauzate de „economii globale în exces”, în special pe piețele emergente precum China. Fals. În anii 2000, economiile globale erau cel mult neschimbate. *Poziția* lor se schimbase, pentru că Statele Unite își epuizau economiile pentru a achiziționa bunuri de consum și petrol. Lăcomia americană pentru credite a fost cea care a constituit un canal pentru surplusurile de pe piețele emergente, proces facilitat de lipsa aproape totală a reglementărilor privind creditele ipotecare și împrumuturile prin carduri de credit. (Din 2000 până în 2007, americanii au retras 4,2 trilioane \$ în capital ipotecar de pe casele lor; a fost echivalentul a 6,1% din venitul disponibil brut al populației pentru acea perioadă. În același interval, deficitul comercial american din bunuri și servicii a fost de 4,5 trilioane \$. Nu a fost o coincidență.)

Fără avantajul statisticii moderne, și fără nici un model macroeconomic pe care să se bazeze, un Nicholas Biddle, un Walter Bagehot, sau oricare alt avatar al băncii centrale din secolul al XIX-lea ar fi știut ce să facă atunci când economia lor începea să clocotească așa cum s-a întâmplat cu a noastră. Să crească puțin ratele dobânzilor, să încetinească lucrurile, să nu permită balanței comerciale să scadă atât de mult, să țină în frâu împrumuturile guvernamentale. Sunt lucruri de bun-simț.

Dar organele de reglementare ale Americii nu au înțeles astfel de acțiuni. Cu siguranță, dacă ar fi fost blocată dezvoltarea bulei activelor, ar fi încetinit și

creșterea economică și, foarte probabil, ar fi apărut o recesiune – dar Greenspan fusese ridicat în slăvi pentru evitarea recesiunilor. Iar comunitatea Wall Street ar fi fost mai mult decât scandalizată. Așa că au lăsat-o să-și vadă de treabă. Iar odată ce ciclul s-a închis, a ajuns să se amplifice automat pe măsură ce pentru țări precum China devenise o miză uriașă să mențină starea de fapt. Dar cauzalitatea fundamentală a pornit dinspre America spre restul lumii, nu invers. Teoriile precum „Saturația Globală de Economii” reprezentau un fel de raționalizare naivă: totul era acționat de forțe masive ale pieței, ce scăpau controlului organelor de reglementare. Dar nu era un motiv de îngrijorare, totul făcea parte din procesul benign prin care piețele eficiente realizau o reechilibrare lină. În realitate, teoriile erau doar o autojustificare după care tânjeau – o scuză academică pentru faptul că autoritățile nu interveniseră și permisese să comunițatii Wall Street să arunce lumea în aer.

Economiștii realizează multe lucruri utile – urmăresc fluxurile comerciale, de exemplu, sau încearcă să urmărească efectele reevaluărilor monetare. Dar domeniul este prea tânăr pentru a cuprinde o întreagă economie sau, după cum arată registrele, chiar pentru a face prognoștici corecte privind tendințe majore. (Iar dacă microvariabilele unei economii își schimbă constant relațiile dintre ele, după cum bănuia Keynes, așa va fi mereu.)

Economia nu e o știință, ca fizica. Metodele sale sunt în principal analogice și metaforice. Datele sale sunt aproximative și supuse erorilor, iar modelele sale de interacțiuni economice sunt doar slab legate de cele din lumea reală. Sistemul teoretic al economiei – „legile” sale – e format în cea mai mare parte din construcții ingenioase care rareori pot fi confirmate cu o oarecare exactitate. Mai mult, conținutul și structura lor se dezvoltă la fel de frecvent din premise ideologice ca și din observație. Acesta este unul dintre motivele pentru care economiști foarte bine pregătiți apar întotdeauna aproape în orice tabără legată de o problemă – oarecum asemănător unor doctori din secolul al XVIII-lea care miros urina unui pacient și se ceartă dacă bila neagră sau cea verde este de vină.

Problema mai profundă

O caracteristică a economiei și finanțelor moderne, în special în teoriile neoclasice sau cele ale noilor clasici, este îngustimea perspectivei sale. Bruce Scott este profesor la Harvard Business School și considerat oarecum un proscris printre colegii săi, din cauză că insistă să predea capitalismul ca fiind ceva mai mult decât doar afaceri și piețe financiare. El insistă că este un sistem de guvernare. Are, de regulă, o structură în trei straturi, iar școlile de afaceri explică doar unul dintre acestea. Îi place să compare structura în trei straturi a capitalismului american cu cea a Ligii Naționale de Fotbal (NFL).¹²

Structura în trei straturi a NFL include un nivel politic/de guvernare, forul ligii; un nivel instituțional, sau echipele; și jocul în sine. Forul ligii stabilește regulile jocului, acceptă echipele calificate și definește tehnologiile și procedurile care pot fi permise (fără lovituri cap în cap). În acest moment, conducătorii NFL manifestă puternice tendințe socialiste, impunând praguri maxime la salarii și organizând distribuirea venitului între echipe. Nivelul instituțional al NFL (echipele) are o putere legislativă considerabilă, votând asupra schimbărilor de regulament sau acceptării de noi echipe. Totodată, asigură stadioane și alte elemente de infrastructură fizică pentru ca meciurile să poată avea loc. Meciurile în sine reprezintă arena competitivă, deși există regulamente elaborate, menite să asigure că meciurile sunt jucate cu consecvență și decise în mod corect.

Paralelele cu un sistem de guvernare capitalist sunt evidente. Autoritatea politică – executivul, legislativul (sau organele legislative) și tribunalele – stabilesc și impun regulile jocului și definesc tehnologiile și calificările acceptabile pentru jucători. Nivelul instituțional include organele de reglementare, bursele, sistemele de transfer bancar și multe altele, care formează infrastructura de bază a tranzacțiilor capitaliste. Iar jucătorii sunt reprezentați de companii, traderi și antreprenori.

Scott subliniază faptul că fiecare nivel are un caracter antreprenorial, urmărind să-și extindă domeniul și libertatea de acțiune. În NFL, fundații laterali se plâng în legătură cu protecțiile elaborate asigurate coordonatorilor de joc, în timp ce echipa cu cei mai buni jucători la primire militează pentru reguli mai stricte împotriva blocării cu mâna. Stăpânii capitaliști ai universului vor mai puține restricții asupra schimburilor comerciale, asupra gradului de îndatorare, asupra limitărilor antitrust. Nivelurile infrastructurii și cel al politicului fac eforturi pentru a aduce fondurile speculative în sfera perimetrului de reglementare. Fondurile speculative contraargumentează, de fapt, că astfel se vor vinde mai puține bilete și se vor încasa venituri mai mici.

Dar Scott atrage atenția și asupra unui aspect important, și anume acela că nivelul politic are scopuri mai profunde. Capitalismul, privit ca un sistem de guvernare, are o istorie – în Vest, o istorie de sute de ani de dominație a sistemelor de pradă de tipul „gratuit pentru toți”, pe care doar căpeteniile războinice le puteau câștiga. Astfel că regulile au evoluat, mai mult sau mai puțin, pentru a ține sub control apetitul celor rapizi, celor mortali și celor lipsiți de principii.* Să prevină apariția deznodămintelor în care câștigătorul ia totul. Să împiedice asumarea individuală a unor riscuri cu consecințe potențial sistemice. Să se asigure că nici măcar cei care pierd nu mor de foame. Nici unul dintre aceste

* *Wall Street Journal* a avut eleganța și logica de a-i lua în râs pe bogații susținători de altădată ai lipsei de reglementare, care au deplâns eșecul SEC în a-i proteja de Bernie Maddoff.

scopuri mai largi nu este cuprins în modelele economice și financiare la modă în prezent. Stilul de economie Arrow-Debreu nu are nevoie de nici un fel de guvernare; aceasta doar i-ar sta în cale. Pentru a continua analogia cu NFL, pe parcursul ultimilor zece ani, capitalismul a predat jocul unui jucător „liber pentru orice” și a descoperit ce scenă sângeroasă și urâtă poate ieși din asta.

Ceea ce este remarcabil în modelul lui Scott este faptul că majoritatea oamenilor – am încercat asta cu mai mulți – îl consideră deosebit de original, dar, după ce se gândesc puțin, absolut evident. Aparenta sa originalitate, presupun, ține de faptul că este oarecum o mișcare de recul. Era o vreme când oamenii discutau și se gândeau la scopurile guvernării sau la cele ale sistemului capitalist. Era un subiect care îl pasiona puternic pe Keynes, de exemplu, dar a prezentat prea puțin interes pe parcursul ultimului sfert de secol sau chiar mai mult.

Ceea ce ne trimite înapoi la Soros, Buffett și Volcker. Toți trei gândesc în termeni organici. Cariera lui Volcker a cuprins toate cele trei niveluri, dar în special cele de guvernare și infrastructură. Stilul de investiții al lui Soros, după cum am văzut, este fin acordat la ceea ce se întâmplă într-o societate, nu doar pe piețele sale. Buffett vorbește despre „loteria nașterii”. „Oamenii care spun «Am făcut totul singur» și se cred Horatio Alger – credeți-mă, ar plăti mult mai mult să fie în Statele Unite decât în Bangladesh. Aceasta este loteria nașterilor.”

E lesne de înțeles că perspectiva lor mai largă e o parte a motivului pentru care, timp de o jumătate de secol, au navigat cu mare succes pe numeroase piețe, în diverse etape, atât de criză, cât și de triumf. Toți trei sunt înțelepți, toți trei acceptă cu umilință ceea ce nu știu, nici unul dintre ei nu poartă în buzunar un „model” al lumii. Nici unul nu ar insista vreodată că „doar banii” sau „doar cererea” reprezintă forța motrice a universului economic. Ei doar navighează bazându-se pe marea lor experiență, o înțelegere a istoriei și pe bunul lor simț.

Actualul haos economic global i-a discreditat pe aproape toți liderii industriei financiare, organele de reglementare ale celor mai multe popoare și atotcunosătorii din mediile academice. Dar acești profeți rămân mai impunători ca niciodată. Există o lecție în asta, să sperăm că lumea o va învăța.

Note

¹ Datele de prognoză provin din *Rapoartele Anuale* ale Consiliului de Consultanți Economici; datele privind rezultatele propriu-zise provin de la Departamentul Comerțului.

² Karl Pearson, *The Grammar of Science* (New York: Cosimo Classics, 2007), pag. 12. *Grammar* a fost publicată pentru prima dată în 1892.

³ Am folosit o versiune *open-source* a cărții lui Marshall de la <http://www.econlib.org/library/Marshall/marP27.html>. Citatul este din Anexa matematică, fără număr de pagină.

⁴ Dorothy Ross, *The Origins of American Social Science* (New York: Cambridge University Press, 1991), 219–256. Citatele luate de la pag. 253.

⁵ Robert Skidelsky, *John Maynard Keynes, 1883–1946: Economist, Philosopher, Statesman* (New York: Penguin Books, 2003), pag. 460.

⁶ *Ibidem*, pag. 392.

⁷ *Ibidem*, pag. 549–550.

⁸ Henry J. Aaron, *Politics and the Professors: The Great Society in Perspective* (Washington, DC: Brookings, 1978), pag. 167.

⁹ David Colander, et. al., „The Financial Crisis and the Systemic Failure of Economics“ (nu a fost încă publicată, dar este disponibilă la http://www.debtdeflation.com/blogs/wp-content/uploads/papers/Dahlem_Report_EconCrisis021809.pdf)

¹⁰ A se vedea, de exemplu, „Risk and Uncertainty in Monetary Policy“, *Remarks by Chairman Alan Greenspan*, Consiliul Federal Reserve, 2 ianuarie 2004; și „The Great Moderation“, *Remarks by Governor Ben S. Bernanke*, Consiliul Federal Reserve, 20 februarie 2004.

¹¹ Ben S. Bernanke, „The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit“, Federal Reserve, 10 martie 2005.

¹² În prezent, Scott pregătește pentru publicare o carte importantă, din care mi-a împărtășit anumite pasaje.

Mulțumiri

ACEASTĂ CARTE, ÎNTR-O MĂSURĂ NEOBIȘNUITĂ PENTRU MINE, a fost de la un capăt la alta un proiect de colaborare cu editorul. Mulțumiri speciale lui Peter Osnos, Susan Weinberg, Lindsay Jones și Melissa Raymond. Respectele mele pentru Nick Jahr și pentru atenția cu care a verificat faptele, și pentru Nancy King pentru culegerea și redactarea cărții. Pentru ajutorul acordat în probleme importante, mulțumiri lui Michael Vachnon de la Fondul Soros și lui Larry Malkin, colaborator de o viață cu Volcker.

Ca întotdeauna, adresez mulțumiri agentului meu, Tim Seldes, care m-a reprezentat timp de peste 30 de ani și, mai ales, soției mele, Beverly, care mi-a tolerat obiceiurile de autor chiar mai mult timp.

Index

A

ABC (rețeaua) 67, 75
 Abramowitz, Morton 35
 AIG 42, 44, 84
 Alger, Horatio 65, 133
 America Latină 109, 111
 American Express 58, 59, 85
 analiză de piață 112
 Annan, Kofi 117
 Annan, Kojo 117
 Annenberg, Walter 67
 Argentina 98, 99, 109, 111

B

Bagehot, Walter 130
 Baker, James 23, 114
 Banca Mondială 115, 118
 bănci de investiții 12, 62, 63, 69, 73, 81, 113, 114, 115
 Berkshire Hathaway 59, 60, 61, 62, 63, 64, 66, 67, 69, 70, 73, 74, 75, 76, 77, 79, 84, 85, 86, 89, 90
 Bernanke, Ben 123, 124, 128, 130, 134
 Beta, indicele 49, 50
 Biddle, Nicholas 130
 Blackstone Group 120
 Blue Chip 59, 60, 61, 64
 Blumkin, Rose 65
 Bolivia 111
 boom and bust 19, 20, 33, 74
 Brady (plan) 111
 Brady, Nicholas 72, 112
 Brandt, Henry 54, 58
 Brazilia 21, 98, 99, 109, 111
 Bretton Woods (acordul) 91, 93, 94, 95
 Buffett Partnership Ltd. (BPL) 58, 59, 60
 Buffett, Howard 50
 Buffett, Warren 47-90
 Burns, Arthur 97, 99, 100
 Bush (administrația) 42, 123

Bush, George H. W. 111

Byrne, Jack 62

C

Camp David 97, 100
 Capital Cities 66, 75
 capitalism 25, 131, 132, 133
 Carnegie, Dale 52
 Carter, Jimmy 99, 100, 106
 Cercul Imperial 21, 23, 25
 Chile 111
 Chrysler 98
 Citibank 20, 99, 109, 112
 Clubul Economic din New York 119, 122
 Coca-Cola 51, 70, 75, 85
 Comisia Trilaterală 118
 Connally, John 97
 Continental Illinois Bank 111, 112
 Corrigan, E. Gerald 71, 72, 73, 76
 corupție 99, 115, 116, 117, 118
 Costa Rica 111
 CPI (indicele prețurilor de consum) 108
 Cramer, Jim 124
 criza împrumuturilor 109, 110, 112
 Curtiz, Michael 11

D

Davidson, Lorimer 62
 De Angelis, Tony 58
 de Gaulle, Charles 94
 deficit bugetar 22, 23
 Denham, Bob 73
 Dewey, John 125
 Dimon, Jamie 67
 Dodd, David 47, 51, 54, 55, 59, 89
 dot-com, crahul 39, 76, 123
 Double Eagle Fund 13
 Dow Jones Industrial Average 49
 Druckenmiller, Stanley 29, 33, 34, 45
 Drysdale Securities 110, 112

E

Eagle Fund 13
 Ecuador 111
 Eizenstat, Stuart 100
 Elveția 116
 EPS (evoluția profitului pe acțiune) 16
 eurodolari 95, 98, 99
 Exxon 66

F

Fama, Eugene 127
 Fannie Mae 40
 firme din media 61
 FOMC (Comitetul de Politică Monetară) 101, 102, 103, 105, 106, 107, 108, 110, 111, 122
 Fondul Monetar Internațional 42, 93
 fonduri speculative 22, 44, 71, 75, 83
 Forbes 66, 74, 80
 Ford, Gerald 99
 Freddie Mac 40

G

Gates, Bill 75
 GEICO 52, 54, 55, 61, 62, 63, 66, 69, 79
 generația baby-boom 74
 General Foods 66, 67
 Germania 12, 22, 23, 28, 30, 115
 Gillette 68, 75
 Gladstein, Gary 32
 globalizarea piețelor financiare 38
 Goldman Sachs 7
 Goodman, George 60, 65
 Goodwin, Leo 54
 Graham, Benjamin 47, 48, 49, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 67, 68, 70, 88, 89
 Graham, Katherine 61, 62, 64
 Graham-Dodd, teoria 47, 54, 55, 59
 Graham-Newman 51, 52, 53, 54
 Gramm-Rudman, congresul 25
 Greenspan, Alan 8, 9, 10, 25, 72, 74, 76, 119, 128, 131, 134
 Greider, William 99, 121, 122
 Grupul celor Cinci 23
 Gutfreund, John 62, 63, 69, 70, 71, 72, 73

H

Hansen, Alvin 126
 Harvard Business School 131
 Heineman, Ben 118, 122
 Heisenberg (principiul) 16, 107
 Heller, Walter 14, 45
 Helsinki (acordul de la) 36
 Helsinki Watch 36
 Hicks, John 126
 Hume, David 125
 Hunt, Bunker 110, 112
 Hunt, Nelson 110, 112

I

indice de îndatorare 41
 inflație 8, 9, 28, 29, 85, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 108, 109, 110, 123, 124
 Intel 11, 76
 internet 74
 ipoteza piețelor eficiente 95
 Irak 116, 117

J

Jain, Ajit 66
 James D. Wolfensohn 115
 Jensen, Michael 47
 Johnson, Lyndon 96, 99

K

Kaufman, Michael 32, 45, 46
 Kennedy, John 13, 14, 58, 92, 93, 94, 96, 99, 126, 127
 Keynes, John Maynard 9, 13, 14, 124, 125, 126, 131, 133, 134
 keynesianism 10, 14, 127
 Knapp, Tom 54
 Koenen, Krisztina 32, 35, 37, 45
 Koestler, Arthur 11

L

Lehman Brothers 72, 114
 Lincoln, Abraham 78
 Ling, Jim 17
 Littauer School 92
 London Daily Mail 31
 London School of Economics 12, 92

Long-Term Capital Management (LTCM)
71, 75, 76
Lowenstein, Roger 88, 89
Lunea Neagră (1987) 27, 33, 127

M

Major, John 29
Malaysia 33
Marea Criză 14, 40, 92, 125
Marshall (plan) 93
Marshall, Alfred 125, 133
Martin, Preston 114
Martin, William McChesney 94
masă monetară 101, 102, 105, 106
Maughan, Deryck 72, 73
Maxwell, James Clerk 125
Meriwether, John 71, 72, 75, 76
Merrill Lynch 113, 114
Merton, Robert 75
Mexic 20, 21, 98, 99, 109, 110, 111
Miercurea Neagră (1992) 29
Mill, John Stuart 125
Miller, Merton 127
Minorco 69
modele economice 89
Mohamad, Mahathir 34
monetarism 104, 105
Moody (rapoarte) 51, 57
Morgan Stanley 32, 113, 114
Morgan, J. P. 8, 32, 114
Mozer, Paul 71, 72, 73
Munger, Charlie 60, 61, 63, 64, 65, 68,
70, 73, 75, 76, 84
Murphy, Tom 66, 67

N

Nebraska Furniture Mart 64, 65
Neier, Aryeh 36
neokeynesianism 127
Neumann, John von 11
Nixon, Richard 95, 96, 97, 98, 99
Noii Clasici 127
Noyce, Robert 76

O

Obama, Barack 8, 9, 39, 87, 88, 118,
120, 124
obligațiuni speculative 80
Okun (legea lui) 101
Okun, Arthur 101

OPEC 98, 99, 100, 105
Open Society Institute (OSI) 36

P

Partee, J. Charles 106
Pearson, Karl 124, 125, 133
Penn Square Bank 110, 112
Perelman, Ronald 69
Peru 111
Peters, Betty 63
Peterson, Peter 120
Philip Morris 67
Plaza (acordul de la) 25, 33
Ponzi (scheme) 14
Popper, Karl 12, 13, 15, 35, 45
Prince, Chuck 112
Princeton University 92, 100
Principiile economiei (Marshall) 125
Pritzker, Jay 53, 57
Putin, Vladimir 34, 36

Q

Quantum Fund 11, 20, 22, 29, 30, 31,
32, 33

R

Războiul Rece 36, 94
Reagan, Ronald 14, 21, 103, 107, 108,
112, 114, 121
recesiune (1981) 107
Rezerva Federală 15, 45, 76, 94, 101,
102, 103, 104, 105, 106, 107, 108,
111, 112, 114, 115, 119, 134
Rhea, Cleves 54
Ricardo, David 125
Roos, Lawrence 103, 106
Roosa, Robert 93, 95
Ruane, Bill 54

S, Ș

S & P 500 56, 74, 76, 129
Safire, William 97
Salomon 62, 63, 69, 70, 71, 72, 73, 75,
115
Sanborn Map 57
Schlesinger, Helmut 28, 29, 30
Schloss, Walter 54, 57
Scholes, Myron 127
Schroeder, Alice 56, 88, 89, 90
Schultz, Frederick 106

Scott Fetzer Company 68
Scott, Bruce 131, 132, 133, 134
Sears, Roebuck 52
SEC (Comisia Valorilor Mobiliare din
SUA) 39, 63, 64, 71, 73
Skidelsky, Robert 125, 134
Societatea deschisă și dușmanii ei (Popper)
12
Soros, George 10–46
Soros, Robert 32
Soros, Tivadar 11
Stein, Herbert 97
Sun Valley (conferința de la) 76
superbule 8, 20, 38
Szilard, Leo 11
Școala din Chicago 9, 19, 47, 95, 124,
127

T

Teller, Edward 11
teoria portofoliului modern 32, 127
Thompson, Susie 52
Time 13, 45
Time Inc. 66
Tinbergen, Jan 126
totalitarism 12

U

U.S. Air 68, 69
Ungaria 11, 36
Universitatea din Chicago 14, 127
Universitatea din Nebraska 51

V

Volcker, Adolph 91
Volcker, Paul 91–122

W

Wachtell Lipton 71
Wall Street Journal 7, 10, 72
Wallich, Henry 106
Walt Disney 75
Washington Monthly 60
Watergate (scandalul) 61, 98
Weill, Sandy 73
Wells Fargo 75
Wesco 63, 64
Wien, Byron 32, 35, 37, 45
Wolfensohn, Jim 115
Wolfowitz, Paul 118
Woodward, Bob 119
Wriston, Walter 99, 112

CHARLES R. MORRIS

Criza

economică și protecții ei

Personalități extrem de populare și voci respectate pe scena economiei americane și a celei mondiale deopotrivă, Buffett, Soros și Volcker au intuit actuala criză financiară și efectele ei devastatoare pe termen lung și au împărtășit lumii întregi previziunile lor. Din păcate, nimeni nu i-a luat în seamă, nici finanțistii de pe Wall Street, nici autoritățile americane.

Deși carierele și principiile lor economice s-au deosebit uneori fundamental, cei trei seniori ai economiei americane au avut întotdeauna în comun capacitatea de a judeca situația „la rece”. Buffett și Soros, cu averi fabuloase, sunt printre cei mai mari investitori din toate timpurile, în timp ce Volcker, fost președinte al Rezervei Federale și consilier economic al lui Barack Obama, este considerat în SUA un adevărat „salvator” al economiei naționale în perioade de recesiune. De aceea, toți cei interesați de mersul economiei actuale pot afla în cartea lui Charles Morris o perspectivă mai amplă asupra acesteia, cu informații extrase din cele mai de încredere surse în domeniu.

În afară de recentul bestseller *New York Times*, *The Trillion Dollar Meltdown*, Charles R. Morris, avocat și fost bancher, a semnat alte unsprezece cărți, inclusiv *The Tycoons*, pe care prestigioasa revistă *Barron's* a catalogat-o drept cea mai bună carte a anului 2005. Este și autorul a numeroase editoriale apărute în publicații ca *New York Times* sau *Wall Street Journal*.

Află mai mult pe:

 www.litera.ro

ISBN 978-973-675-403-6



9 789736 754036

Săptămâna Financiară

INTERNATIONAL

Bestseller